2020年上半年资产证券化发展报告

（2020年 7月）

中债研发中心 CCDC RESEARCH

东方金诚国际信用评估有限公司
GOLDEN CREDIT RATING INTERNATIONAL Co.,Ltd.

VISIT…

LANZAROTE Caliente.COM

扫码免费领取资料



房中术(www.zuihaoziyuan.com)专注于男性增大增粗增长、阳痿、早泄、壮阳、延时、强肾、回春、健身。女性缩阴、丰胸、减肥、化妆、瑜伽、保养、产后修复、盆底肌锻炼。两性健康,夫妻按摩,房中术,性姿势,性技巧,性知识等

更多免费教程：英语学习，技能提升，PS 教学，投资赚钱，音乐教程，口才教学，情商提升，风水教学，心理学，摄影知识，幼儿学习，书法学习，记忆力提升等等......

扫码加微信lax988988领取资料



==

全站课程下载

课程不断增加

本站现资源容量已超 10T

入群联系 QQ：167520299 或添加微信：1131084518（备注PDF）

阳痿早泄训练
皇室洗髓功视频教学
女人驻颜术
泡妞约炮万元课程
足疗养 SPA 教材
玉蛋功
马氏回春功
房中术张丰川
哲龙全套视频
增大盼你增大
国际男优训练
亚当德永早泄训练
洗髓功真人内部
皇室养生绝学道家洗髓功
【铁牛人会员课】男人必备技能，理论讲解
实战高清视频
随意控制射精锻炼 视频+图片+文字
价值 1440 元第一性学名著<素女经房中养生
宝典视频>12 部
洗髓功修炼方法视频教学
陈见玉蛋功视频教学 女性缩阴锻炼
男性自然增大增长指南
强性健肾保健操 1-4
道家强肾系统锻炼功法
马氏回春功
12 堂课，全面掌握男性健康问题 让你重燃自信
联系微信：1131084518

1、东方性经
2、印度 17 式
3、口交技巧 3 部
4、港台性姿势 3 部
5、365 性姿势 6 部
6、泰国性爱密经 17 式
7、花花公子性技巧 6 部
8、阁楼艳星性技巧 7 部
9、古今鸳鸯秘谱全集 7 部
10、夫妻爱侣情趣瑜伽 2 部
11、古代宫廷性保健系列 14 部
12、汉唐宋元明清春宫图真人
13. 柔软性爱宝典 日本 9800 课
14. 李熙墨 3999 全套课
15. 妖精性爱课 2888
16. 李银河全套性课
17. 领统统性课
18. 德勇男性篇
19. 德勇男性篇
20. 缓慢性爱
21. 亚当多体位搭配篇
22. 亚当多体位结合篇
23. 德勇克服早泄讲座练习
24. 德勇以女性为中心得爱抚
25. 加藤鹰接吻爱抚舌技
26. 加藤鹰指技
27. 加藤鹰四十八手入门
28. 佐藤潮吹教学
29. 佐藤男人体能锻炼+保健品介绍
30. 佐藤男人早泄对抗训练
31. 阿拉伯延时训练
32. 田渊正浩秘籍
33. 异性性快感集中训练教学
34. 自我愉悦锻炼密宗
35. 铁牛全套延时训练课
36. Pc 机锻炼真人视频教学
37. 印度性经全集 8 部
38. 21 世纪性爱指南
39. 香蕉大叔男女训练馆全套
40. 中美真人性治疗教学+理论
41. 女性闺房秘术
42. 幸福玛利亚性课
43. 陈见如何释放性魅力征服
44. 性爱技巧讲座全套
45. 性爱秘籍全套
46. 性爱误区讲座
47. 性病讲解大全
48. 性博士讲座合集
49. 性健康和性高潮合集
50. 性教育讲座合集
51. 性能力课堂合集
52. 性生活问题解析合集
53. 意外怀孕和避孕处理课堂
54. 性感地带探索
55. 性技巧讲座
56. 性健康与性卫生讲座
57. 性生活专家答疑
58. 性心理与性道德合集
59. 性爱宝典合集
60. 性爱技巧合集
61. 完美性爱演示
62. 完美性爱技术讲解
更多精品等你来解锁哦...........

每日免费获取报告

1、每日微信群内分享7+最新重磅报告;

2、每日分享当日华尔街日报、金融时报;

3、每周分享经济学人

4、行研报告均为公开版，权利归原作者所有，起点财经仅分发做内部学习。

扫一扫二维码
关注公号
回复：研究报告
加入“起点财经”微信群。。



目 录

一、监管动态 3
（一）多举措便利疫情期间业务开展.. 3
（二）保险资管产品 ABS 投资范围扩大.. 4
（三）基础设施领域 REITs 试点启动.. 4
（四）资产支持商业票据（ABCP）推出.. 5
二、市场运行情况 5
（一）发行规模小幅回落.. 5
（二）发行利率整体下行.. 9
（三）收益率先抑后扬，利差有所分化....................................... 11
（四）发行产品以高信用等级产品为主....................................... 16
（五）流动性同比小幅提升... 17
三、市场创新情况 17
（一）“疫情防控 ABS”助力抗疫融资 17
（二）“中债-个人住房抵押贷款资产支持证券指数”发布............ 18
（三）首单不良贷款支持证券 CRMW 发行....................................... 19
四、大类产品信用风险特征 20
（一）RMBS 资产池违约率较低，违约上升速度加快 20
（二）Auto-ABS 违约率较低，产品信用风险较小 21
（三）消费金融 ABS 面临循环购买资产不足及质量下降风险.................... 22
（四）应收账款 ABS 基础资产现金流回收不确定性增大......................... 22
（五）供应链金融 ABS 交易结构创新缓释相关风险............................ 22
（六）优质零售物业受疫情影响，基础设施 REITs 发展可期.................... 23
（七）不良贷款 ABS 前景广阔，零售类产品占主导............................ 23
五、市场发展建议 24
附件：2020 年上半年大类 ABS 产品信用风险特征分析 26

2020 年上半年，受新冠疫情影响，我国资产证券化市场发行规模出现小幅回落。市场运行保持平稳，发行利率震荡下行，新发产品仍以高信用等级为主，二级市场流动性水平同比提升，信用风险整体可控。在政策推动下，资产证券化市场创新继续推进，上半年发行多单疫情防控 ABS，启动基础设施 REITs 试点，推出资产支持商业票据，对于支持疫情防控工作、帮助企业复工复产、加快盘活存量资产、提升金融服务实体经济效率发挥了积极作用。

一、监管动态

（一）多举措便利疫情期间业务开展

为应对新冠疫情影响，年初金融监管部门发布了一系列支持疫情防控的金融政策，其中对资产支持证券相关业务作出调整安排，便利了疫情期间的项目发行和存续期管理。

2 月 7 日，人民银行金融市场司发布《关于疫情防控期间金融机构发行债券有关事宜的通知》，明确采取多项便利措施支持金融机构在疫情防控期间发行各类金融债券以及资产支持证券、短期融资券。具体包括远程办理发行工作，暂缓计算已核准或注册额度有效期，鼓励金融机构通过远程招标方式发行，存续期内合理调整信息披露时限要求，建立“绿色通道”支持募集资金用于疫情防控以及受疫情影响较重地区金融机构的债券发行等。

证监会债券监管部以及沪深交易所也先后在 2 月上旬发布通知，对疫情期间企业资产证券化项目的发行和存续期管理作出调整安排。具体包括通过非现场方式办理相关业务，暂缓计算发行与审核业务相关时限和无异议函有效期，以现场和非现场结合

的方式进行簿记建档和申购，存续期内可申请延期或暂缓信息披露，建立疫情防控相关项目“绿色通道”等。

（二）保险资管产品 ABS 投资范围扩大

3 月 25 日，银保监会发布《保险资产管理产品管理暂行办法》，明确“在银行间市场或者证券交易所市场等交易市场发行的证券化产品属于保险资管产品的投资范围”。

按照原保监会发布的《关于保险资产管理公司开展资产管理产品业务试点有关问题的通知》，保险资管产品所能投资的资产证券化产品仅限于信贷资产支持证券。暂行办法将保险资管产品的投资范围扩大到了企业资产支持证券和资产支持票据，有利于提升保险资管产品参与资产证券化产品投资的活跃度，对促进资产证券化市场的长远发展具有积极意义。

（三）基础设施领域 REITs 试点启动

4 月 24 日，证监会与发改委联合发布《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》，明确了基础设施 REITs 试点的基本原则、试点项目要求和试点工作安排，标志着境内基础设施领域公募 REITs 试点正式起步。

根据通知安排，试点初期将采用“公募基金+ABS”的产品结构，即由符合规定条件的证券公司或基金管理公司设立公募基础设施证券投资基金，经证监会注册后，公开发售基金份额募集资金，通过购买同一实际控制人所属的管理人设立发行的基础设施资产支持证券，完成对标的基础设施的收购，开展基础设施 REITs 业务。与以往的“类 REITs”不同，基础设施 REITs 是权益型公募基金，与海外标准 REITs 一致，在助力盘活基础设施资产存量，

促进稳投资、降杠杆的同时，也将进一步丰富我国资本市场的投资品种。

（四）资产支持商业票据（ABCP）推出

6月2日，银行间市场交易商协会发布公告称，在现行资产支持票据（ABN）规则体系下，研究推出资产支持类融资直达创新产品——资产支持商业票据（Asset-Backed Commercial Paper，ABCP），并已成功推动首批5单试点项目落地。

ABCP是指单一或多个企业（发起机构）把自身拥有的、能够产生稳定现金流的应收账款、票据等资产按照“破产隔离、真实出售”的原则出售给特定目的载体（SPV），并由SPV以资产为支持进行滚动发行的短期证券化类货币市场工具，为企业提供了兼具流动性和资产负债管理的新型工具。作为传统ABN产品的短期限、滚动发行版本，ABCP的推出有助于丰富短期限资产证券化产品类型，提升企业盘活存量资产的灵活性、便利性和效率。

二、市场运行情况

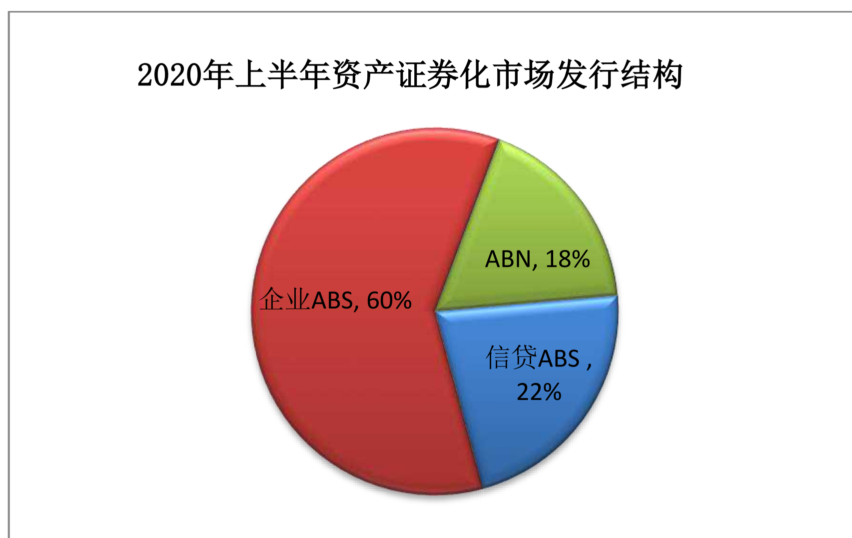
（一）发行规模小幅回落

2020年上半年，我国共发行标准化资产证券化产品9363.23亿元，同比下降1%；6月末市场存量为43307.92亿元，同比增长26%。

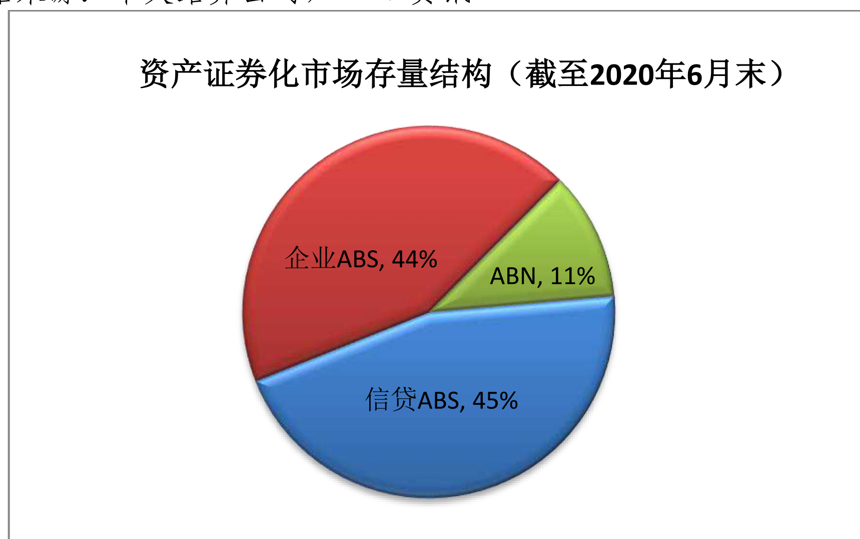
三类标准化产品的发行情况出现分化。近年来个人住房抵押贷款等零售类贷款成为信贷资产支持证券（以下简称“信贷ABS”）的基础资产主体，受疫情影响，一季度个人房贷、信用卡贷款、消费贷款等银行信贷资产生成速度下降，导致存量资产出表需求不足，信贷ABS发行明显放缓；而在企业融资需求旺盛及低利率

环境下，以非金融企业为发起主体的企业资产支持证券（以下简称“企业 ABS”）和资产支持票据（以下简称“ABN”）继续扩容。

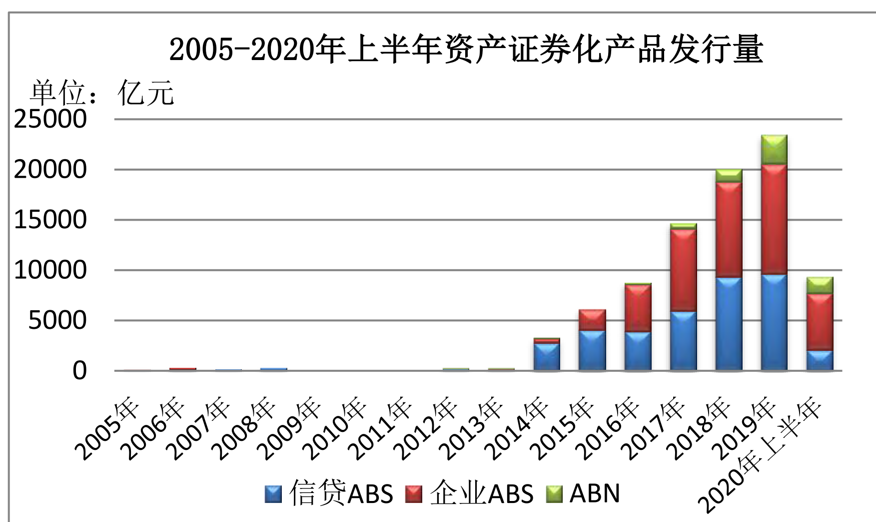
具体来看，上半年信贷 ABS 发行 2077.24 亿元，同比下降 42%，占发行总量的 22%；存量为 19646.83 亿元，同比增长 22%，占市场总量的 45%。企业 ABS 发行 5609.15 亿元，同比增长 19%，占发行总量的 60%；存量为 18838.67 亿元，同比增长 22%，占市场总量的 44%。ABN 发行 1676.84 亿元，同比增长 40%，占发行总量的 18%；存量为 4822.42 亿元，同比增长 73%，占市场总量的 11%。



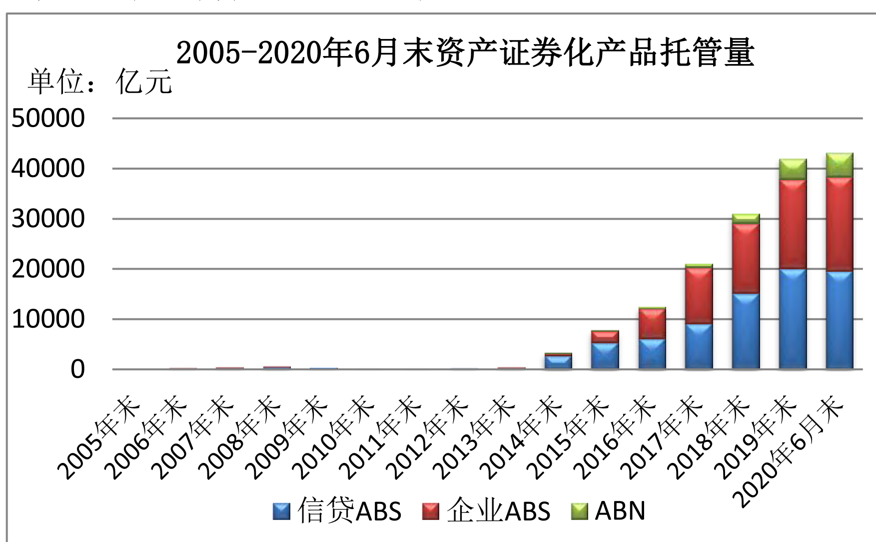
数据来源：中央结算公司，Wind 资讯



数据来源：中央结算公司，Wind 资讯



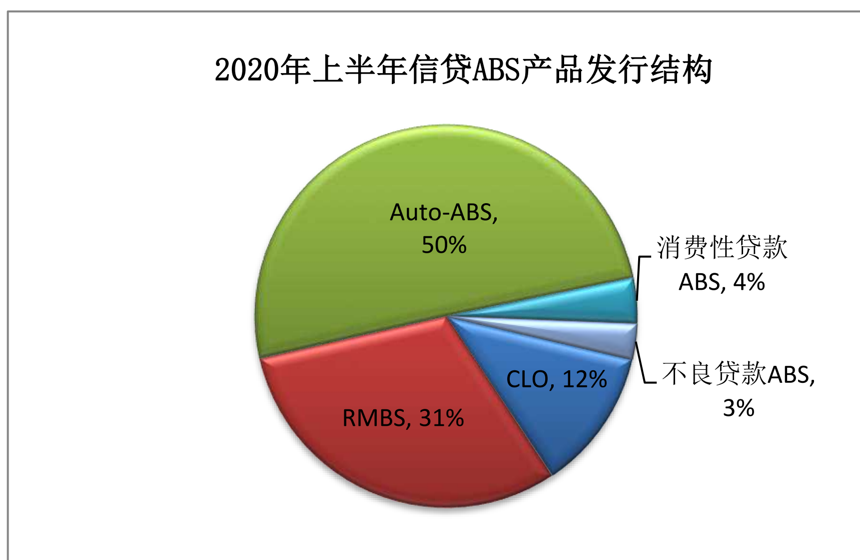
数据来源：中央结算公司，Wind 资讯



数据来源：中央结算公司，Wind 资讯

信贷 ABS 中，个人住房抵押贷款支持证券（RMBS）发行规模大幅回落，上半年发行 639.59 亿元，同比下降 67%，占信贷 ABS 发行量的 31%；汽车抵押贷款支持证券（Auto-ABS）超越 RMBS，成为发行规模最大的信贷 ABS 品种，共发行 1046.14 亿元，同比增长 34%，占信贷 ABS 发行量的 50%；公司信贷类资产支持证券（CLO）和消费性贷款 ABS 分别发行 249.99 亿元和 79.47 亿元，同比下降 22%和 18%，占信贷 ABS 发行量的 12%和 4%；不良贷款 ABS 发行 62.05 亿元，同比增长 131%，占信贷 ABS 发行量的 3%；

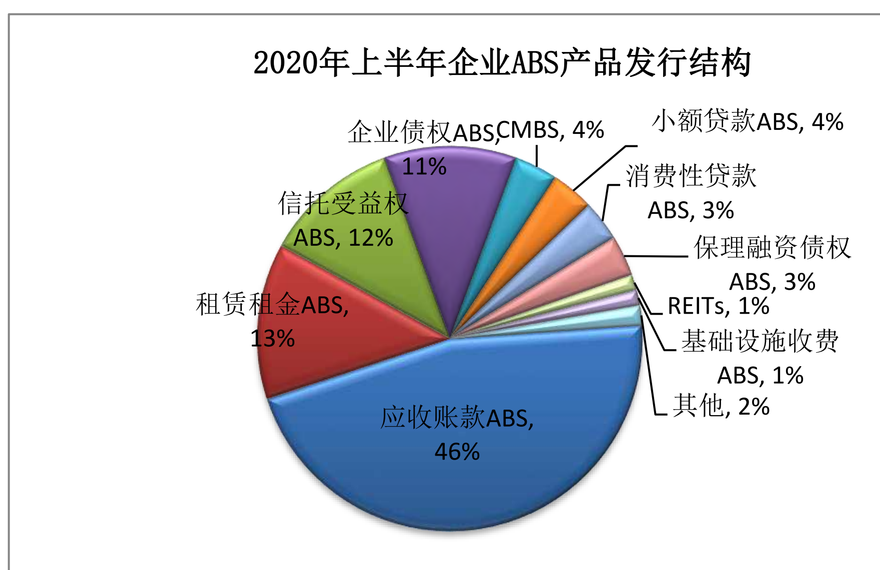
上半年未发行信用卡贷款 ABS。



数据来源：中央结算公司，Wind 资讯

企业 ABS 中，应收账款 ABS 发行 2582.24 亿元，占企业 ABS 发行量的 46%；租赁租金 ABS、信托受益权 ABS 和企业债权 ABS 分别发行 735.41 亿元、642.45 亿元和 622.89 亿元，占企业 ABS 发行量的 13%、12%和 11%；CMBS（商业住房抵押贷款支持证券）、小额贷款 ABS、保理融资债权 ABS 和消费性贷款 ABS 分别发行 204.22 亿元、201.94 亿元、191.74 亿元和 190 亿元，占企业 ABS 发行量的 4%、4%、3%和 3%；基础设施收费 ABS 和 REITs 分别发行 73.28 亿元和 73.26 亿元，各占 1%；由保单贷款 ABS、融资融券债权 ABS、PPP 项目 ABS、棚改保障房 ABS 和门票收入 ABS 组成的其他类产品[1]合计发行 91.71 亿元，占 2%。

[1] 其中，保单贷款 ABS 发行 30 亿元，融资融券债权 ABS 发行 27 亿元，PPP 项目 ABS 发行 19.66 亿元，棚改保障房 ABS 发行 12.9 亿元，门票收入 ABS 发行 2.15 亿元。



数据来源：中央结算公司，Wind 资讯

除三类标准化 ABS 产品外，上半年保交所资产支持计划（以下简称“保险 ABS”）注册 6 单，注册规模 284.46 亿元，发行 81.51 亿元，基础资产涉及融资租赁、小额贷款、重组债权、保理债权、地产供应链等。截至 2020 年 6 月末，保险 ABS 产品存续规模为 718.81 亿元。

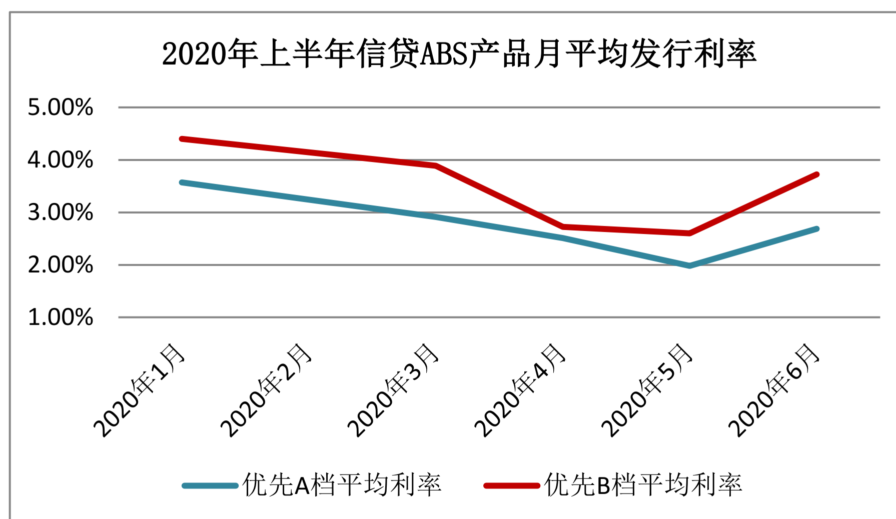
（二）发行利率整体下行

2020 年上半年，资产证券化产品的发行利率整体呈现震荡下行走势。

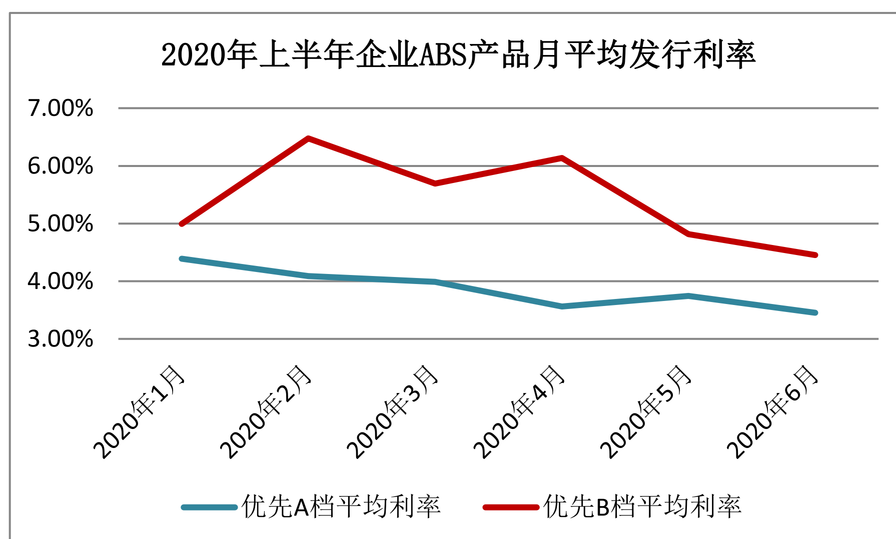
其中，信贷 ABS 优先 A 档证券最高发行利率为 4.2%，最低发行利率为 1.65%，平均发行利率为 2.89%，上半年累计下行 89 个 bp；优先 B 档证券最高发行利率为 5.35%，最低发行利率为 2.40%，平均发行利率为 3.50%，上半年累计下行 67 个 bp。

企业 ABS 优先 A 档证券最高发行利率为 8.3%，最低发行利率为 1.8%，平均发行利率为 3.85%，上半年累计下行 94 个 bp；优先 B 档证券最高发行利率为 12%，最低发行利率为 2.6%，平均发行利率为 5.59%，上半年累计下行 54 个 bp。

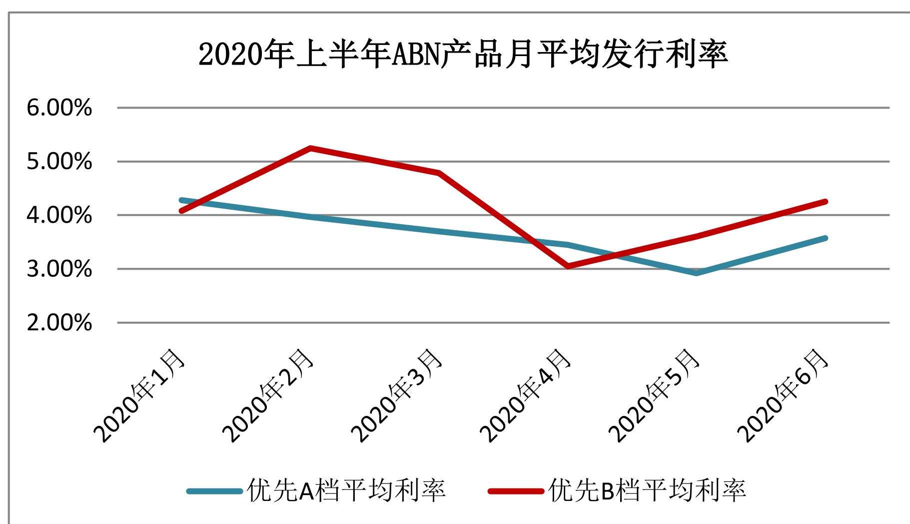
ABN优先A档最高发行利率为7.3%，最低发行利率为2.15%，平均发行利率为3.62%，上半年累计下行71个bp；优先B档最高发行利率为7.2%，最低发行利率为2.6%，平均发行利率为4.05%，上半年累计上行17个bp。



数据来源：中央结算公司，Wind资讯



数据来源：中央结算公司，Wind资讯

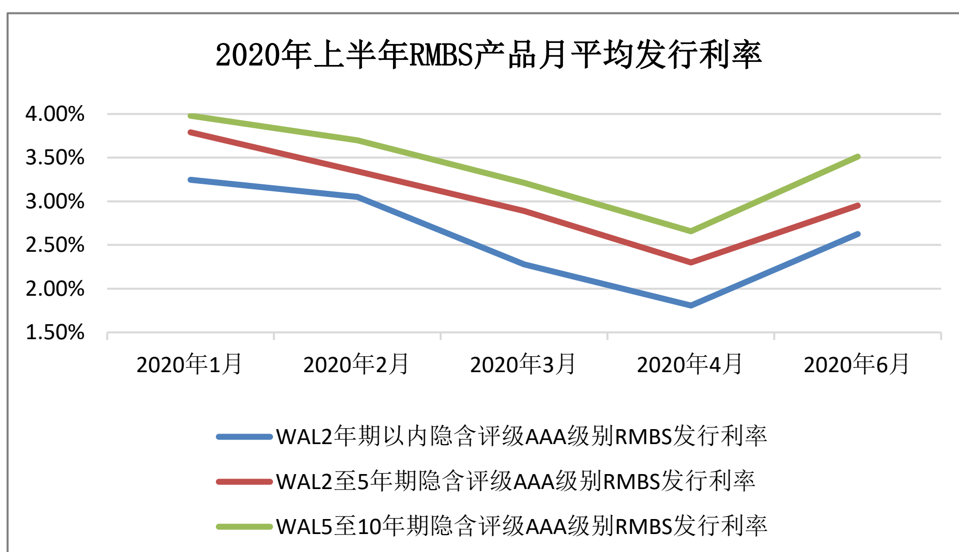


数据来源：中央结算公司，Wind 资讯

从基础资产类型来看，基础资产分散度较高的 RMBS、消费金融 ABS 发行利率在 2020 年 1-5 月持续下行，在 6 月有所回升；分散度较低的对公租赁 ABS 发行利率一季度震荡下行，二季度基本稳定；无分散度的企业 ABS 发行利率上半年震荡下行。

RMBS 发行利率 1-4 月持续下行，6 月有所回升，上半年累计下行幅度较大[2]。具体来看，加权平均发行期限（WAL）在 2 年以内的中债市场隐含评级（以下简称"隐含评级"）为 AAA 级别的 RMBS 发行利率 1-3 月下行 97 个 bp，上半年累计下行 62 个 bp。加权平均发行期限在 2 至 5 年期的隐含评级为 AAA 级别的 RMBS 发行利率 1-4 月下行 149bp，上半年累计下行 84 个 bp。加权平均发行期限在 5 年期以上的隐含评级为 AAA 级别的 RMBS 发行利率 1-3 月下行 77 个 bp，上半年累计下行 47 个 bp，与加权平均发行期限在 2 年期以内的 AAA 级别 RMBS 相比，期限利差整体扩大 15 个 bp。

[2] 2020 年 5 月无 RMBS 发行。



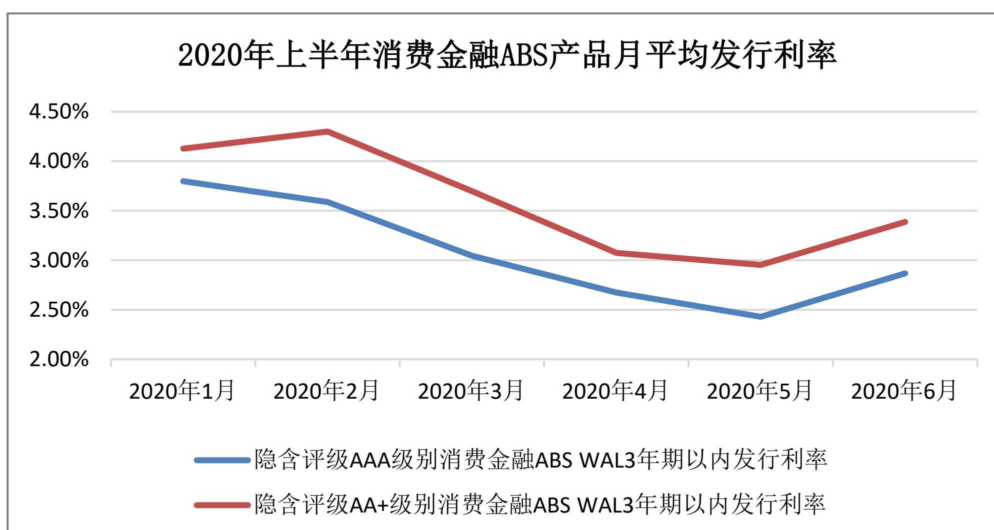
数据来源：中央结算公司，Wind 资讯[3]

消费金融 ABS 发行利率在 1-5 月持续下行，6 月有所回升，上半年累计下行幅度较大。隐含评级为 AAA 级别的消费金融 ABS 发行利率 1-5 月下行 137 个 bp,上半年累计下行 93 个 bp。隐含评级为 AA+级别的消费金融 ABS 发行利率 1-5 月下行 118 个 bp,上半年累计下行 74 个 bp。等级利差上半年累计扩大 19 个 bp。

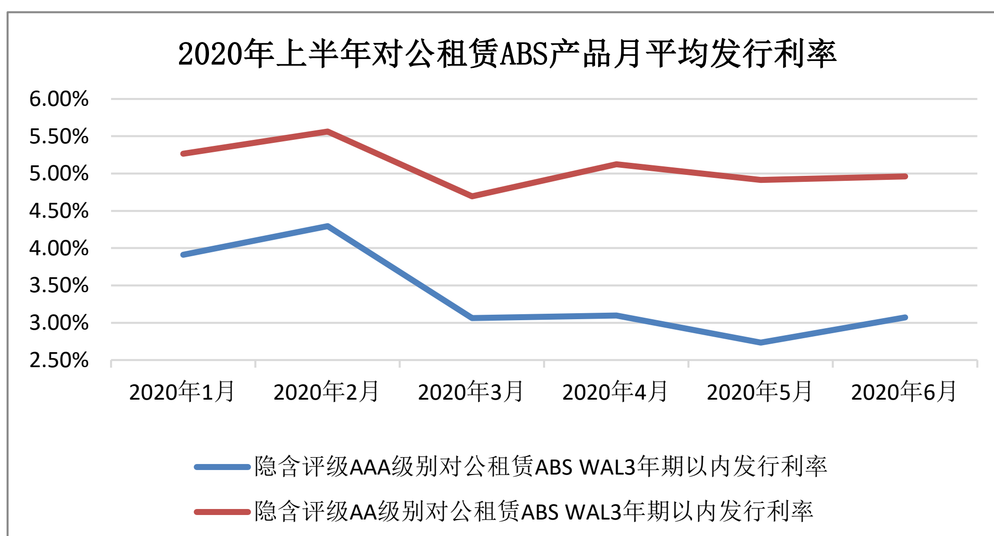
对公租赁 ABS 发行利率在 2020 年 1 至 2 月上行，3 月大幅下行，第二季度小幅波动，基本稳定。隐含评级为 AAA 级别的对公租赁 ABS 上半年累计下行 84 个 bp，隐含评级为 AA 级别的对公租赁 ABS 上半年累计下行 30 个 bp，等级利差上半年累计扩大 54 个 bp。

企业 ABS 上半年发行利率震荡下行，隐含评级为 AAA 级别的企业 ABS 上半年累计下行 50 个 bp，隐含评级为 AA 级别的企业 ABS 上半年累计下行 91 个 bp，等级利差上半年累计收窄 42 个 bp。

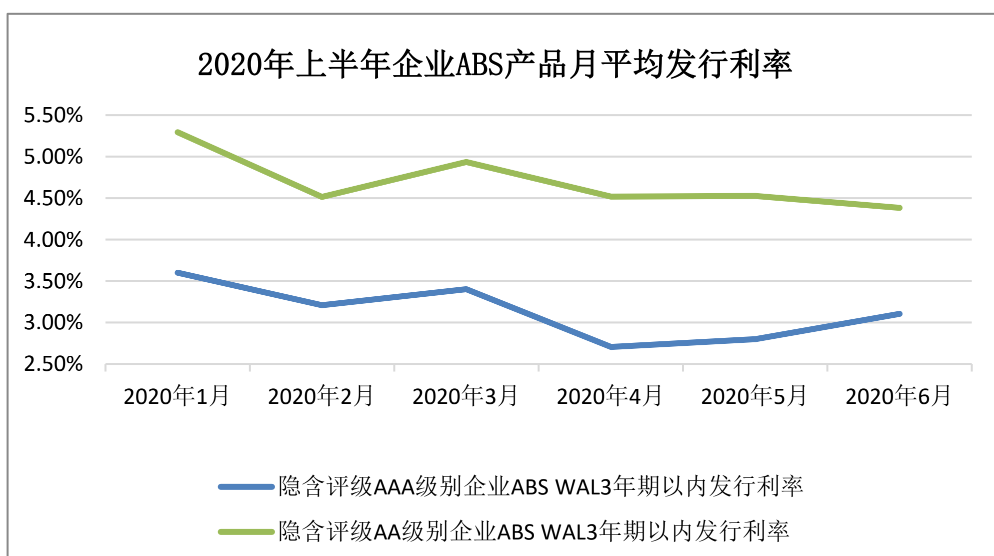
[3] 对于部分月份未发行相应加权平均期限 RMBS 产品的，数据通过模拟推算得出。



数据来源：中央结算公司，Wind 资讯



数据来源：中央结算公司，Wind 资讯

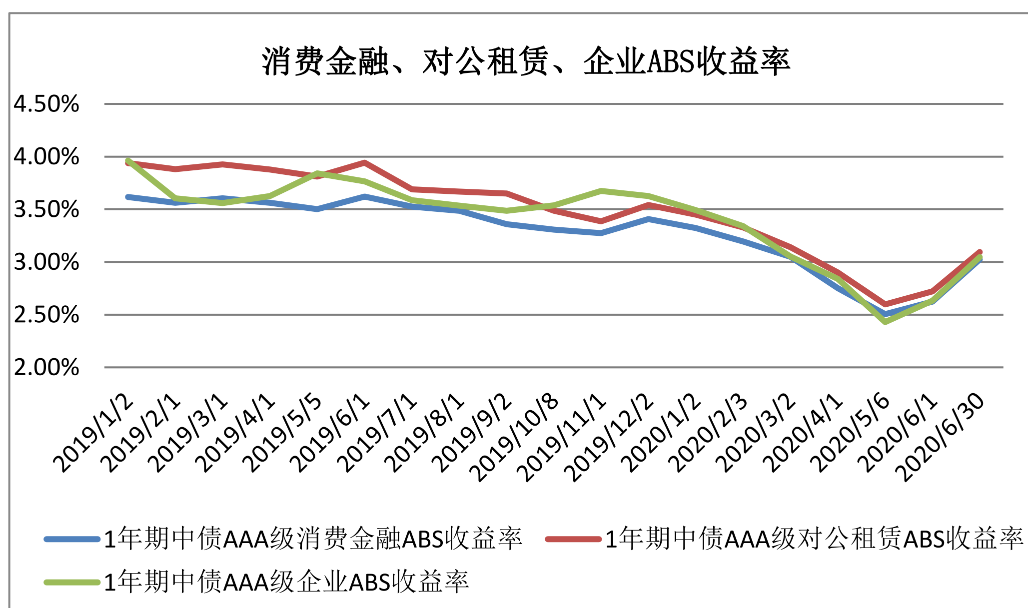


数据来源：中央结算公司，Wind 资讯

（三）收益率先抑后扬，利差有所分化

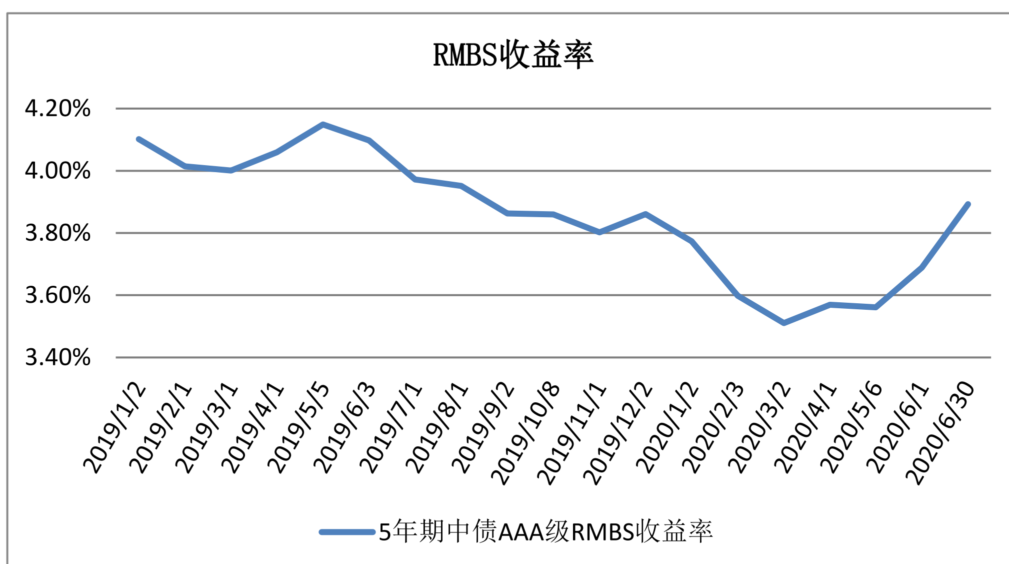
2020 年 1-4 月，受疫情冲击和宽松货币政策影响，我国债券市场收益率快速下行；5 月开始，随着经济数据的持续改善和市场宽松预期的变化，债市收益率掉头向上。资产证券化产品收益率上半年也相应呈现出先抑后扬走势，整体小幅下行。

具体来看，1 年期中债 AAA 级别[4]消费金融 ABS、1 年期中债 AAA 级别对公租赁 ABS、1 年期中债 AAA 级别企业 ABS 和 5 年期中债 AAA 级别 RMBS 收益率上半年分别累计下行 30、35、45 和 12 个 bp。



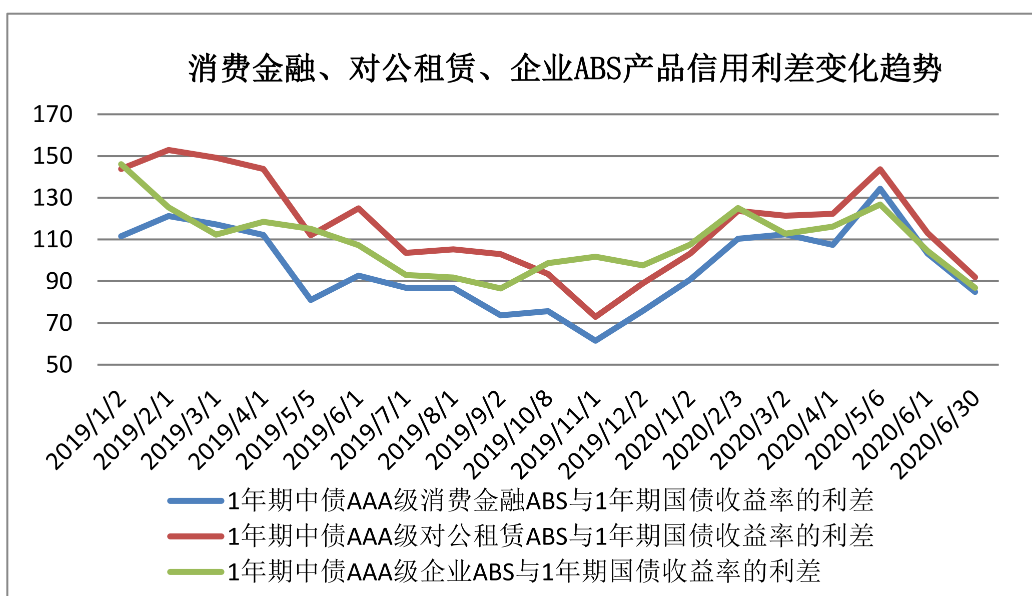
数据来源：中央结算公司

[4] 中债收益率曲线所用评级为中债市场隐含评级。

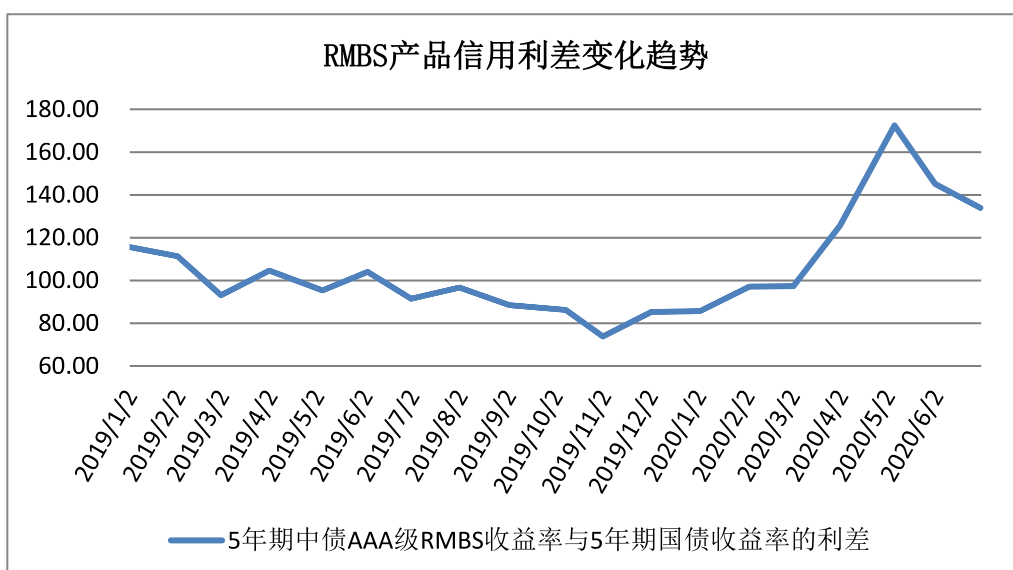


数据来源：中央结算公司

2020年上半年资产证券化产品与国债的信用利差有所分化。1年期AAA级别消费金融ABS、1年期AAA级别对公租赁ABS、1年期AAA级别企业ABS与1年期固定利率国债利差分别缩小6个bp、11个bp和21个bp，消费金融ABS产品与对公租赁ABS、企业ABS产品相比信用利差较为稳定。对RMBS而言，以5年期AAA级别RMBS为例，与5年期固定利率国债的信用利差累计扩大48个bp。



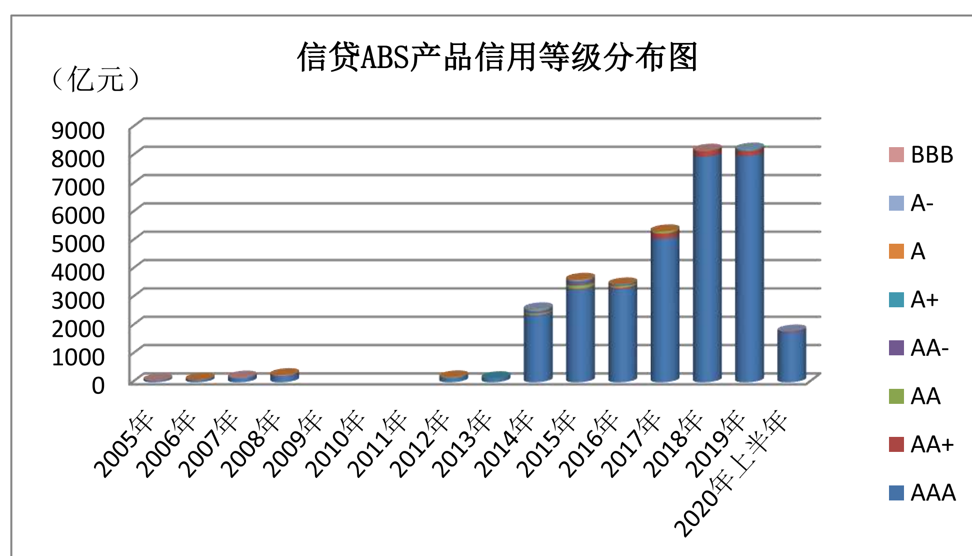
数据来源：中央结算公司



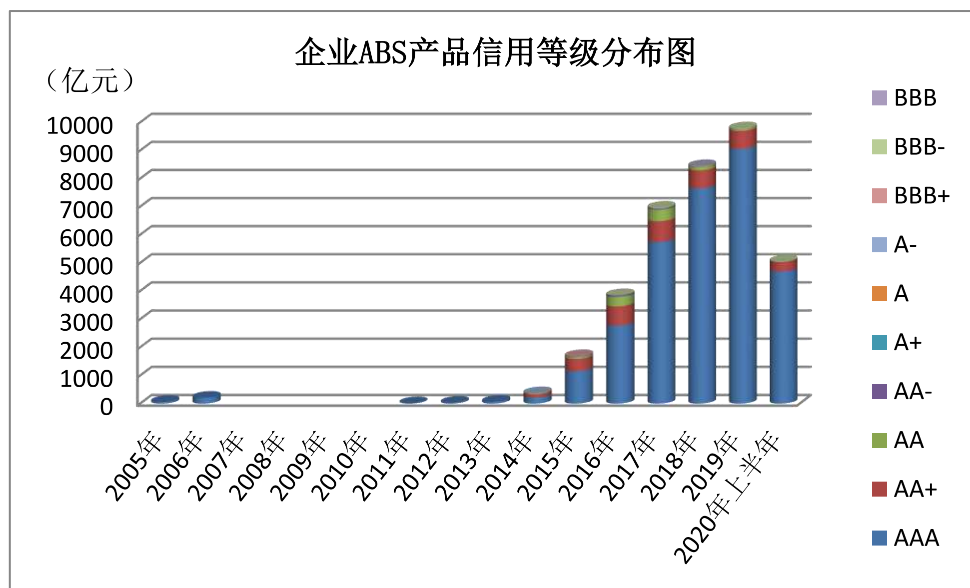
数据来源：中央结算公司

（四）发行产品以高信用等级产品为主

2020 年上半年发行的资产证券化产品仍以高信用等级产品为主。信贷 ABS 产品中，AA+级及以上高等级产品发行额为 1789.47 亿元，占信贷 ABS 发行总量的 86%；企业 ABS 产品中，AA 级及以上高等级产品发行额为 5038.33 亿元，占企业 ABS 发行总量的 89%。



数据来源：中央结算公司，Wind 资讯



数据来源：中央结算公司，Wind 资讯

（五）流动性同比小幅提升

2020 年上半年，资产证券化二级市场流动性较 2019 年同期小幅提升。以中央结算公司托管的信贷 ABS 为例，上半年现券结算量为 1973.20 亿元，同比增长 40.82%；换手率为 10.26%，同比提升 1.53 个百分点，反映交易活跃度同比增强。相较中央结算公司托管债券上半年 113.17%的整体换手率而言，资产证券化产品的流动性水平仍然显著偏低。

三、市场创新情况

（一）“疫情防控 ABS”助力抗疫融资

新冠疫情发生后，在政策支持和市场推动下，多单募集资金投向疫情防控相关领域的 ABS 产品发行，对于支持疫情防控工作、帮助企业有序复工、保障生产经营平稳运行起到了积极作用。

2 月 13 日，华电国际发行“2020 年度第一期绿色定向资产支持票据”，规模 15.51 亿元，募集资金用于补充因疫情产生的流动性资金缺口，保障湖北等疫情较重地区基础设施建设电力供

应等，是首单疫情防控 ABN。2 月 14 日，交易所市场首单疫情防控 ABS“中信证券-联易融-中交二航局供应链金融 2 期资产支持专项计划（疫情防控）”发行，规模 2.3 亿元，募集资金主要用于支持疫区一线企业参与疫区医院、科研实验室等疫情防控相关项目的建设，在疫情期间及时给予供应链上游中小型企业以资金支持。3 月 17 日，银行间市场首单疫情防控 ABS“兴银 2020 年第二期疫情防控信贷资产支持证券”发行，规模 36.56 亿元，募集资金专项用于新冠肺炎疫情防控领域相关企业的贷款投放与资金支持。据统计，上半年“疫情防控 ABS”共发行 42 只，规模合计 721 亿元。

（二）“中债-个人住房抵押贷款资产支持证券指数”发布

4 月 30 日，中债金融估值中心有限公司正式发布“中债-个人住房抵押贷款资产支持证券指数”(ChinaBond Residential Mortgage-Backed Security Index)。

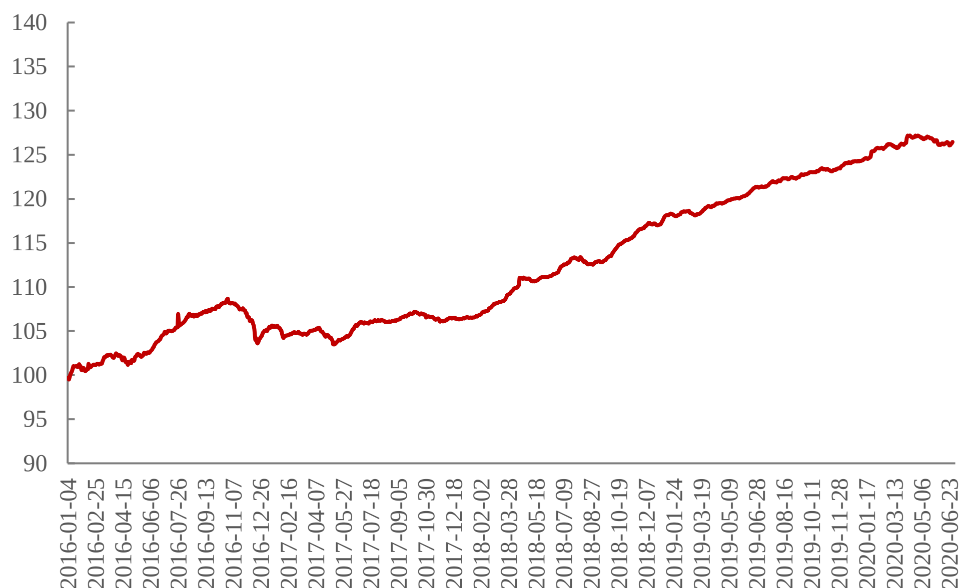
“中债-个人住房抵押贷款资产支持证券指数”隶属中债总指数族，指数成分券由在境内公开发行且上市流通的个人住房抵押贷款资产支持证券构成，是境内首支表征个人住房抵押贷款资产支持证券（RMBS）投资收益及价格走势情况的指数，可作为投资该类债券的业绩基准和标的指数。

“中债-个人住房抵押贷款资产支持证券指数”指标表现

指数名称	指数基期	指数市值（万亿元）	平均市值法久期（年）	平均市值法到期收益率（%）	1 年回报率(%)	3 年年化收益率（%）	年化基期至今回报率（%）
中债-个人住房抵押贷款资产支持证券指数	2015-12-31	0.83	3.10	3.57	4.22	6.06	5.35

数据来源：中央结算公司 截至 2020 年 6 月 30 日

“中债-个人住房抵押贷款资产支持证券指数”财富指数走势图



数据来源：中央结算公司 截至 2020 年 6 月 30 日

（三）首单不良个人住房抵押贷款支持证券 CRMW 发行

6 月 29 日，中信证券以建鑫 2020 年第三期不良资产支持证券优先档为标的债务，在银行间市场成功发行了总规模为 8.75 亿元的信用风险缓释凭证（以下简称为“CRMW”），是市场首单针对不良个人住房抵押贷款支持证券的 CRMW，也是截至目前银行间市场创设规模最大的一单 CRMW。

CRMW 指由标的实体以外的机构创设的，为凭证持有人就标的债务提供信用风险保护的，可交易流通的有价凭证，属于一种凭证类信用风险缓释工具，可以实现债券发行定价中风险和资金成本的有效合理分离，对不同风险偏好的投资者提供不同的选择，从而建立更好的信用风险管理机制，支持实体企业融资。不良资产支持证券 CRMW 的创设，有助于探索不良资产证券化产品风险对冲模式，吸引更多市场增量投资者，进一步提高不良资产证券化市场的处置能力和处置效率。

四、大类产品信用风险特征

（一）RMBS 资产池违约率较低，违约上升速度加快

受益于资产池高度分散和充分的抵押担保等特征，RMBS 信用风险总体很低。但居民房贷偿付压力上升、区域房地产市场价格分化预计对 RMBS 产品信用质量构成不利影响。

2020 年 6 月末,RMBS 资产池累计违约率绝大多数未超过 1%，没有出现明显上升。RMBS 资产池贷款价值比（LTV）[5]仍低于我国个人住房贷款市场约 60%的平均水平，使得 RMBS 资产池较商业银行的个人住房贷款资产更为优质。

但另一方面，我国居民杠杆率延续攀升态势，2020 年一季度末，我国居民杠杆率为 57.7%，较 2019 年末增长 1.9 个百分点。2020 年爆发的新冠肺炎疫情冲击远超预期，短期内造成国内经济活动停滞，3 月以来国内疫情进入稳定控制阶段，复工复产加速，但海外疫情仍处于高发期，外需受到抑制，预计对全年就业形势和居民可支配收入增长造成较大压力。受上述因素影响，RMBS 借款人房贷偿付压力或将进一步上升，资产池违约上升速度可能有所加快。

受益于近年来的房价上涨，RMBS 资产池获抵押物保障程度较高。2020 年上半年，一线城市住宅价格指数稳中有升，但二、三线城市住宅价格指数增速趋缓。需要关注到，此前房价上涨较快但产业支撑较弱、人口增长缓慢甚至负增长的部分二、三线城市房价水平在 2019 年已有所回调，2020 年居民现金流压力或将进一步导致购房需求萎缩，房价仍面临下行压力。预计 2020 年

[5] 贷款价值比=贷款未偿本金余额/贷款发放时抵押房产评估价值。

各区域房地产价格继续分化，部分城市房产抵押保障程度有所减弱，对违约贷款回收产生一定不利影响。

（二）Auto-ABS 违约率较低，产品信用风险较小

由于资产池高度分散和充分的抵押担保等主要特征，Auto-ABS 产品信用风险总体上很低。截至 2020 年年 6 月末，在已发行的 164 单产品中有 90 单产品已经清算，已清算产品在整个产品周期内的累计违约率分布于 0.00%-3.63%[6]之间，平均值为 0.5080%，较上年末平均值 0.4705%提升 0.0375 个百分点。

借款人的还款能力是影响基础资产违约率的重要因素，借款人的年龄、收入债务比（DTI）是判断借款人还款能力的重要指标；除还款能力外，借款人的还款意愿受贷款的初始贷款价值比（LTV）、贷款账龄、贷款剩余期限影响较大。从已发行产品来看，上述指标均较为平稳，各年变化不大。

Auto-ABS 加权平均初始贷款价值比（LTV）较低，且抵押车辆以新车为主，抵押担保较充分，对产品到期兑付形成有利支撑；Auto-ABS 产品未办理抵押权变更登记手续，可能导致抵押权无法对抗善意第三人，大部分产品通过发起机构赎回安排缓释相应风险。

受汽车金融公司数量增加及汽车融资租赁业务的竞争，以及 2020 年上半年市场利率下行影响，Auto-ABS 基础资产加权平均贷款利率持续下降，产品的超额利差呈整体下降趋势，对产品的保护程度有所减弱；部分产品设置了初始超额抵押以弥补超额利差下降影响。

[6] 其中晋城银行发起的 16 金诚 1、16 金诚 2、17 金诚 1 和 17 金诚 2 的累计违约率分别为 3.63%、2.98%、2.48%和 1.86%，若不考虑上述 4 单产品，已经清算的 90 单产品在整个产品周期内的累计违约率分布于 0.00%～2.53%之间，平均值为 0.4043%。

（三）消费金融 ABS 面临循环购买资产不足及质量下降风险

2020 年上半年消费金融 ABS 发行端受新冠疫情影响较小，发行主体持续扩容。受新冠疫情影响，2 月以来基础资产累计违约率迅速攀升，违约回收率较低，基础资产违约部分主要由次级吸收；产品超额利差均值较前两年有所上升，优先级仍有较高的安全边际。疫情影响下，需关注产品可能面临循环购买资产不足及质量下降风险。

（四）应收账款 ABS 基础资产现金流回收不确定性增大

2020 年上半年，由于疫情影响，企业加快资金回流的需求旺盛，应收账款 ABS 发行单数和规模同比大幅上升。普通贸易类应收账款 ABS 基础资产行业集中度普遍较高且部分债务人属于强周期行业，易受疫情和宏观经济影响，基础资产现金流回收不确定性增大。工程施工类应收账款 ABS 基础资产债务人集中为基建及房地产企业，2020 年上半年疫情致部分地区项目工程进度和销售进度减缓，进而该类产品资金回收压力进一步增大。由于监管政策、银行审批政策、开发贷截留等原因，购房尾款类应收账款 ABS 基础资产回款时间和金额的不确定性较大。贸易融资类应收账款 ABS 基础资产集中度较高，但由于基础资产均以信用证、保理、保函等贸易金融产品嵌入银行信用，资产信用质量很高。

（五）供应链金融 ABS 交易结构创新缓释相关风险

2020 年上半年，我国市场共发行供应链资产支持证券 278 单，发行规模合计 1564.99 亿元。核心债务人仍以 AAA 主体为主，且均取得核心债务人付款确认或差额支付，信用风险较低。行业方面，核心债务人逐渐拓展至电商、金融控股公司等行业，但仍

以房地产业为主，融资政策收紧背景下房企信用资质仍需关注。上半年多单“N+N”型产品及 ABCP 发行，实现产品模式和交易结构创新。基础资产期限和产品期限不匹配的供应链资产支持证券存在循环购买风险或续发失败等风险，“N+N”型产品通过交易结构安排缓释核心债务人信用风险和基础资产相关风险。

（六）优质零售物业受疫情影响，基础设施 REITs 发展可期

受新冠肺炎疫情影响，2020 年上半年优质零售物业受电商冲击较大，租金下降及空置率上升幅度较大。下半年伴随疫情缓解带来的线下消费活动的增加，预计优质零售物业表现将有所回暖。短期内写字楼物业受影响较小，但部分行业受新冠肺炎疫情影响较大，行业经营活动恢复需要一定时间，以该行业为主导行业的区域写字楼空置风险依然较大。电商发展推动仓储物流需求提速，上半年仓储物流物业租金水平保持良好上升趋势，下半年相关物业风险水平将进一步下降。公募基础设施 REITs 试点正式启动，较为严格的基础资产准入条件有利于保障产品安全，基础设施 REITs 未来发展可期。

（七）不良贷款 ABS 前景广阔，零售类产品占主导

2020 年上半年不良贷款 ABS 新增发行量继续维持低位，零售类不良贷款 ABS 继续占据主导地位。

个人抵押不良贷款 ABS 的基础资产加权平均逾期期限有所增长，产品层面的回收时间将更为前置；抵押物加权平均抵押回收率和抵押率均明显下滑；基础资产主要分布于中部地区，受特定地区经济、政策和司法环境差异影响，或将出现地域分化。信用卡类不良贷款 ABS 基础资产加权平均逾期期限则明显缩短，预

期回收率有所提升；折价率和回收率略有增加。

随着银行不良资产的增长以及不良贷款 ABS 试点范围的进一步扩大，不良贷款 ABS 发展前景广阔。其中，零售类不良贷款 ABS 作为商业银行批量处置不良资产的主要渠道，发行量预计将持续增长。

五、市场发展建议

一是调动商业银行积极性，激发信贷 ABS 市场活力。建议考虑对基础资产高度分散、违约风险较小的优质信贷 ABS 产品（如 RMBS）给予风险自留豁免，或适当降低发起银行持有次级部分的风险权重，以提升资产出表意愿。在风险可控前提下，考虑加大对商业银行开展不良贷款 ABS 业务的政策支持力度，继续扩大试点范围，培育多层次合格投资人，适时推动不良贷款 ABS 业务由试点向常态转化。建议推广做市商机制，提高信贷 ABS 作为银行间三方回购担保品的便利性，增强信贷 ABS 质押式回购互认程度，从而提升二级市场流动性，对一级市场形成正向反馈。

二是推动基础资产穿透登记，提高信息披露标准化水平。建议参考美国等成熟资产证券化市场的信息披露标准，借鉴国内信贷资产流转市场实践做法，推动证券化基础资产的逐笔穿透登记，以提高国内资产证券化产品的信息披露透明度，更好地保护投资者利益，及时监测防范市场风险。建议统筹协调现有资源，推动资产证券化产品信息披露表格模板的标准化工作，实现规范化、电子化披露和机器可读，便利投资人及第三方估值机构识别获取字段信息，为风险评估和投资决策提供科学参考。

三是逐步统一监管标准，推动交易市场互联互通。我国资产

证券化市场涵盖多个交易场所，监管体系各不相同，易导致监管套利、定价扭曲等问题。建议对同类资产证券化产品的准入政策、风险计量、信息披露统一监管要求，以消除监管差异，推动标准化发展，特别是对银行信贷、小额贷款、互联网贷款等信贷类ABS产品统一集中登记，统一信息披露要求。考虑参照“平安银行1号小额消费贷款ABS”做法[7]，并遵循市场发展规律和国际趋势，探索推进托管结算基础设施统筹整合，以加快推动资产证券化银行间市场和交易所市场互联互通，减弱市场分割弊端。

四是促进流转和证券化协同发展，加强流转市场标准化建设。国际经验表明，证券化与流转是互为补充的信贷资产盘活渠道。资产证券化适合单笔规模小、同质性强的零售类贷款，信贷资产流转适合单笔金额大、个性化程度高的对公贷款。建议同步发展信贷资产流转和信贷资产证券化，充分发挥两类业务的比较优势，形成合理分工，提高信贷资产盘活效率和专业水平。在发展流转市场过程中，要加强标准化建设，依据《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》《标准化债权类资产认定规则》等监管文件的要求，创设标准化的信贷资产流转产品，进一步拓宽投资者范围，完善信息披露和公允定价机制建设，提高市场流动性。

[7] 2014年“平安银行1号小额消费贷款资产支持证券”在上交所上市，由中央结算公司对接上交所，进行登记、托管和结算，是资产证券化市场互联互通的有益尝试。

附件：

2020年上半年大类ABS产品信用风险特征分析

一、RMBS信用风险回顾与展望

（一）2020年上半年信用风险回顾

2020年上半年，RMBS发行规模下降幅度较大，但仍为银行间信贷资产证券化市场中第二大类品种。2020年上半年，RMBS产品发行10单，发行规模合计810.81亿元，发行规模占银行间信贷资产证券化产品比例为35.59%，发起机构以国有商业银行和股份制商业银行为主。

预计2020年下半年，RMBS发行规模有所恢复，但仍远低于2019年发行规模。信用风险方面，RMBS资产池违约率仍保持较低水平，但居民房贷偿付压力上升、区域房地产市场分化对RMBS产品信用质量构成不利因素，资产池违约率上升速度有所加快。

受益于个人住房贷款充分的抵押担保特征，RMBS借款人违约成本较高，基础资产违约率保持较低水平

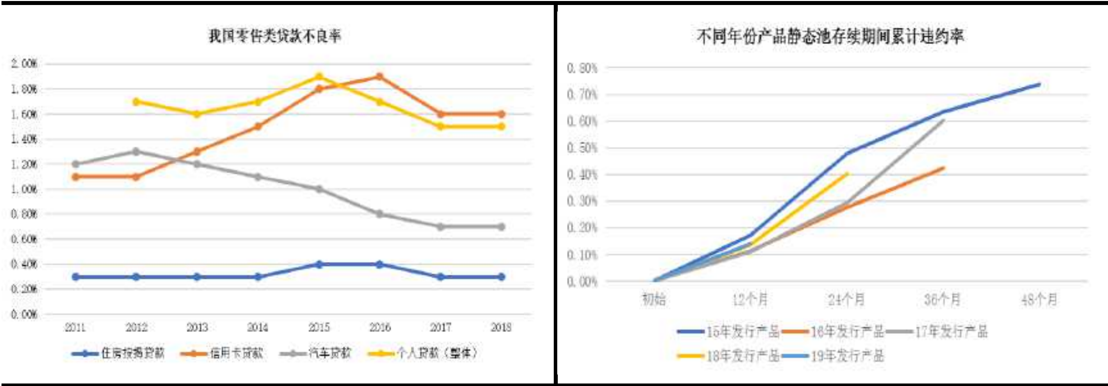
根据中国人民银行于2019年11月发布的《中国金融稳定报告》，2018年末个人住房贷款不良率仅为0.3%，与上年持平，远低于个人汽车贷款和个人信用卡贷款0.7%和1.6%的不良率，是目前信用表现最好的零售类贷款。

从RMBS静态样本池看，截至2020年6月末，RMBS资产池累计违约率[1]绝大多数未超过1%，2020年上半年未出现明显上升，仍远低于RMBS次级档占比。2020年上半年新发行RMBS资产池

[1] 累计违约率的计算未考虑产品存续期间资产的回收、核销等因素。

加权平均账龄进一步上升至 4.45 年，加权平均初始贷款价值比（LTV）进一步降低至 47.48%，贷款价值比进一步低于我国个人住房贷款市场约 60%的平均水平，借款人违约成本较高。整体来看，RMBS 资产池较商业银行个人住房贷款资产更为优质。

图表 1：近年来我国个人住房贷款违约率



数据来源：《中国金融稳定报告》、Wind、各单产品信息，东方金诚整理

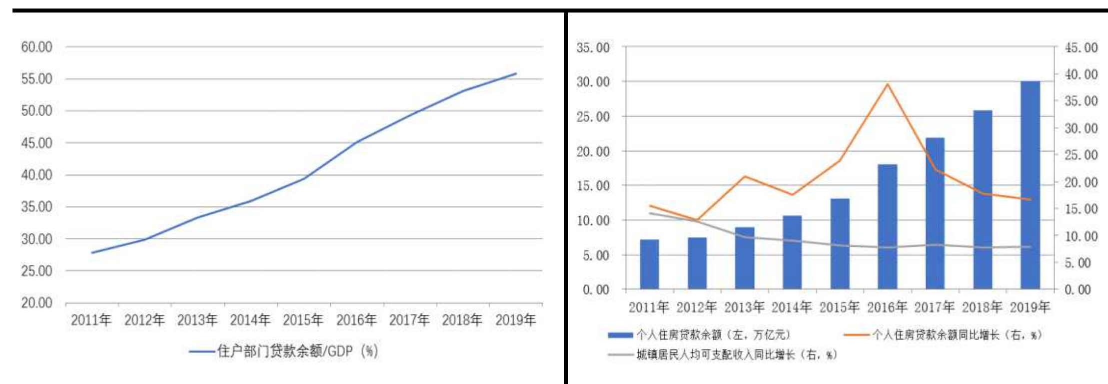
我国居民杠杆率持续攀升叠加新冠肺炎疫情影响下居民偿债压力进一步升高

根据央行发布的《2019 年中国城镇居民家庭资产负债情况调查》（以下简称“《调查》”），我国城镇居民家庭的平均债务收入比为 1.02 倍，略高于美国 0.93 倍的水平，城镇居民家庭偿债收入比平均值为 18.4%，偿债能力总体较强。

但另一方面，近年来我国居民杠杆率持续攀升。根据国家金融与发展实验室发布的《NIFD 季报宏观杠杆率》，截至 2019 年末和 2020 年一季度末，我国居民杠杆率分别为 55.8%和 57.7%。作为我国住户部门债务主要构成部分，2019 年末，我国房贷余额同比增长 16.70%，而城镇居民人均可支配收入同比增长 7.90%，房贷余额增速虽有所放缓但仍大幅度高于居民可支配收入增长。2020 年上半年，新冠肺炎疫情短期内对我国居民就业形势造成

较大压力，失业率上升较明显，居民现金流有所恶化，房贷偿债压力进一步升高。

图表 2：近年来我国居民债务增长情况



数据来源：Wind，东方金诚整理

从债务结构看，居民债务压力分化较大。根据《调查》数据，有负债家庭的债务收入比均值为 1.6 倍，少数家庭债务收入比超过 10 倍；有负债家庭中，12.8%的家庭偿债收入比超过四成，4.5%的家庭月偿债收入比超过六成。低收入家庭、中青年群体以及刚需型房贷家庭债务风险相对较高。

受益于房价上涨，RMBS 资产池获得抵押物保障程度较高

2020 年上半年，我国房地产市场仍坚持房住不炒、因城施策、分类指导的调控政策。

从土地供应看，2020 年上半年，一线城市土地供应力度明显加大，二、三线城市基本与 2019 年持平。

从房价水平看，2020 年上半年，一线城市二手住宅价格指数稳中有升；二、三线城市受人才引进政策及人口逆向流动影响，潜在需求上升，住宅价格指数阶段性上涨，但增速逐步回落。

图表 3：近年来全国不同等级城市土地供应、商品房价格情况



数据来源：Wind，东方金诚整理

对于 RMBS 静态样本池来说，RMBS 资产池账龄较长，抵押物价值普遍受益于 2015 年以来的房价上涨，RMBS 资产池获得抵押物保障程度较高。但也需关注到，此前房价上涨较快，但产业支撑较弱、人口增长缓慢甚至负增长的部分二线和三线城市的房价水平自 2019 年起已有所回调，对违约贷款回收产生一定不利影响。

RMBS 资产池全年早偿率受居民可支配收入波动、房地产二级市场成交下滑因素影响预计维持较低水平

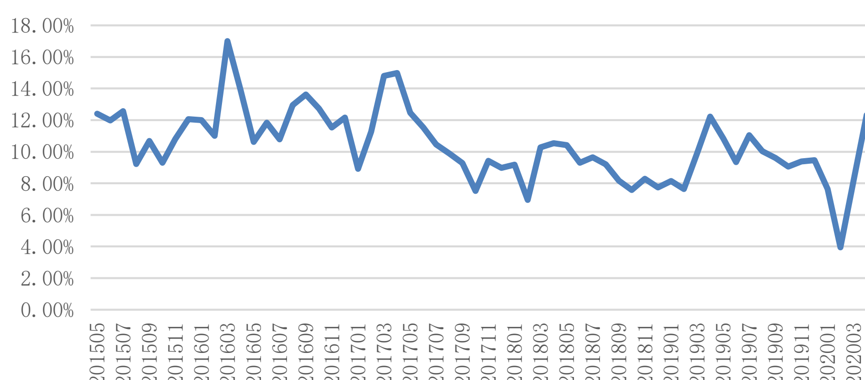
2020 年上半年，RMBS 资产池平均年化早偿率为 8.02%，较 2019 年回落 1.70 个百分点。

我国房贷的早偿包括部分早偿和全部早偿，以全部早偿为主。疫情背景下居民可支配收入的减少，房地产二级市场成交下滑等因素导致 2020 年上半年房贷资产的早偿率下滑较明显。以 30 大中城市商品房成交面积衡量我国商品房二级市场流动性，2020 年上半年，30 大中城市商品房成交面积较去年同期大幅下降 18.49%。

2020 年在借款人失业比例增加、可支配收入下降以及房地

产行业调控政策偏紧因素影响下，预计 RMBS 资产池早偿率保持较低水平。

图表 4：RMBS 资产池平均年化早偿率（CPR）



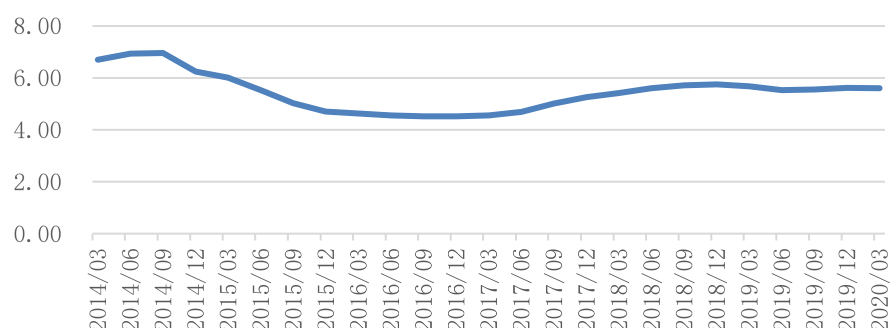
数据来源：Wind，东方金诚整理

RMBS 负利差风险有所缓解

RMBS 超额利差[2]受到资产池加权平均利率与证券票面利率的双重影响。

2020 年上半年发行的 RMBS 资产池账龄较长，资产池加权平均利率为 4.63%。另一方面，受益于宽松的货币政策，2020 年上半年，RMBS 证券端发行利率平均值为 2.98%，较 2019 年下降 0.51 个百分点。综合来看，RMBS 产品超额利差为 1.66%，较 2019 年上升 0.37 个百分点，负利差风险进一步缓解。

图表 5：金融机构个人住房贷款加权平均利率（单位：%）



数据来源：Wind，东方金诚整理

[2] 超额利差=基础资产加权平均贷款利率-证券加权平均票面利率（含次级证券期间收益率）。

（二）2020年下半年展望

预计下半年RMBS发行规模有所恢复，全年发行规模仍较低

截至2020年6月末，我国RMBS存量约为9838.97亿元，占房贷余额的比例约3%，相比美国市场约60%的水平仍有较大发展空间。

2020年上半年，新冠肺炎疫情背景下，商业银行资产投放不足、资产利率定价基准转变尚处于过渡期等因素使得短期内商业银行发行RMBS实现资产出表、结构调整的动力有所下降。

下半年，随着疫情好转，房贷投放规模的增加及房贷资产逐步完成定价基准转变，预计RMBS发行规模有所恢复，发起主体仍以房贷资产存量规模较大的国有商业银行和股份制商业银行为主。

RMBS资产池违约率仍保持较低水平，但居民房贷偿付压力上升，区域房价分化等因素对产品信用质量构成不利影响，资产池违约率上升速度预计有所加快

总体来看，RMBS资产池贷款价值比低于个人住房贷款市场的平均水平，抵押物保障程度较高，信用风险较低。但也需关注到，居民房贷偿付压力上升，区域房价分化等因素对RMBS产品信用质量构成不利影响。

具体来说，本次疫情冲击远超预期，短期内造成国内经济活动停滞，2020年3月以来国内疫情进入稳定控制阶段，复工复产加速，但海外疫情仍处于高发期，外需受到抑制，国内经济回升势头仍受到较大影响，预计对全年就业形势和居民可支配收入的增长形成较大压力。受此影响，预计RMBS借款人房贷偿付压

力进一步上升，资产池违约上升速度有所加快，需持续关注短账龄资产池逾期状态迁移情况。

房价方面，预计 2020 年下半年房地产行业调控政策大幅放松的可能性较小，地方政府将根据经济发展目标的变化持续落实差异化住房信贷政策，各区域房地产价格将继续分化。其中，一线和热点二线城市人口将总体保持净流入，同时政府坚持楼市调控政策方向不动摇，房价维持整体平稳；但部分二、三线城市房价受到土地供应规模较大、人口及资源向外迁移、居民现金流恶化导致的购房需求下滑等因素影响面临下行压力，房产抵押保障程度有所减弱。

二、Auto-ABS 信用风险回顾与展望

（一）2020 年上半年信用风险回顾

2020 年上半年，受市场利率下行及 RMBS 发行金额大幅回落影响， Auto-ABS 成为信贷类资产证券化产品发行金额最大的品种；汽车金融公司和汽车财务公司为 Auto-ABS 产品的主要发起机构。

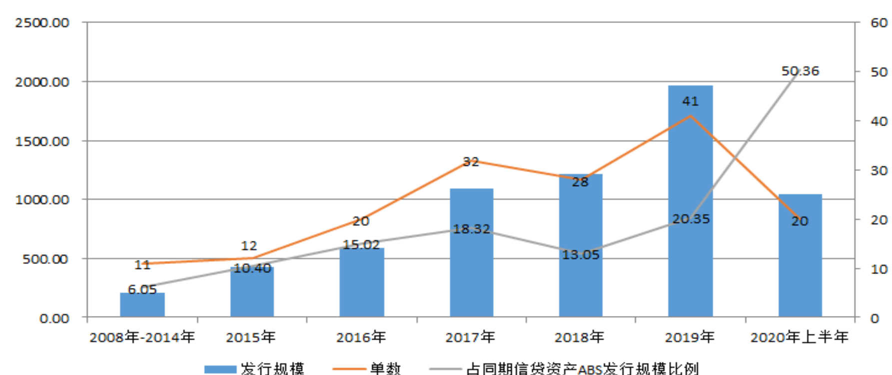
近年来，我国汽车贷款资产支持证券（Auto-ABS）[3]维持快速发展状态，发行规模逐年上升。截至 2020 年上半年末，市场共计发行 164 单产品，合计发行规模 6543.10 亿元。2020 年上半年，Auto-ABS 共计发行 20 单，发行规模为 1046.14 亿元，受同期市场利率下行影响，发行规模较上年同期增长 33.50%。

2020 年上半年，信贷 ABS 市场累计发行规模大幅减少，主要由于个人住房抵押贷款 ABS（RMBS）发行金额大幅回落，Auto-ABS 超越 RMBS 成为信贷类资产证券化产品发行金额最大的

[3] 含信用卡分期汽车贷款类产品，不含汽车租赁债权类产品。

品种。

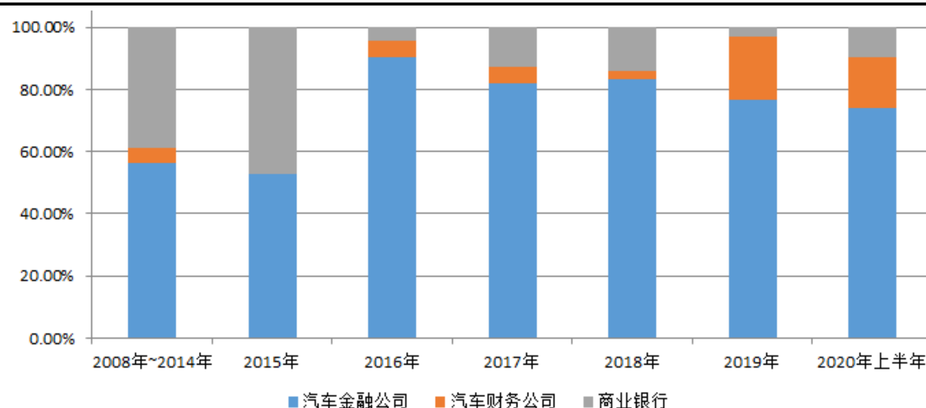
图表 6：2008 年-2020 年上半年我国 Auto-ABS 产品发行情况统计（单位：亿元、单、%）



数据来源：Wind，东方金诚整理

我国 Auto-ABS 的发起机构主要包括汽车金融公司、汽车财务公司和商业银行。2016 年以来，汽车金融公司和汽车财务公司作为发起机构的 Auto-ABS 发行规模占比一直维持在 85.00%以上。对汽车金融公司和汽车财务公司而言，其融资渠道较狭窄且 Auto-ABS 融资成本较低，目前汽车金融公司和汽车财务公司已将资产证券化作为一种常态化融资方式，未来其发行规模仍将保持稳定增长。对商业银行而言，发行 Auto-ABS 有利于其优化资产负债表结构、补充资本金，因而有一定动力转出个人汽车贷款资产。

图表 7：2008 年-2020 年上半年我国 Auto-ABS 市场不同发起机构发行规模占比



数据来源：Wind，东方金诚整理

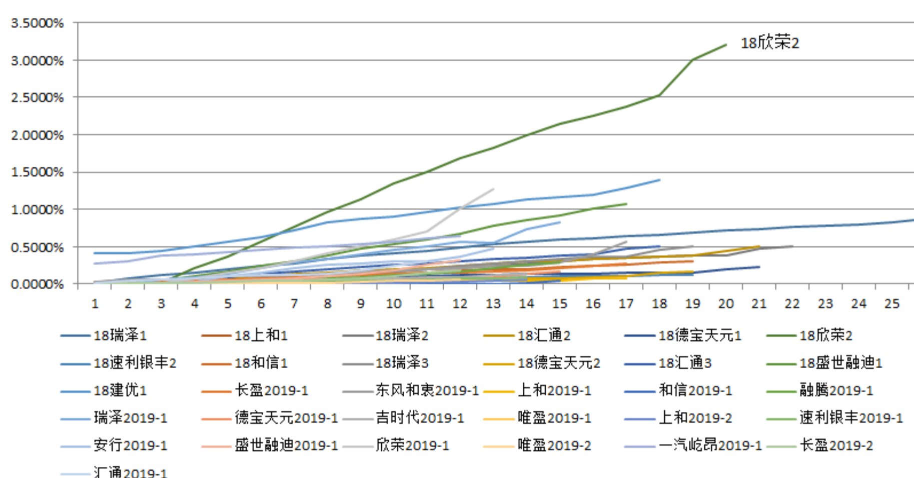
截至2020年6月末，已清算Auto-ABS产品存续期内基础资产累计违约率略有提升，但依然处于较低水平，整体信用风险较低

截至2020年6月末，在已发行的164单产品中有90单产品已经清算。已清算产品存续期内运行平稳，均未发生加速清偿事件、权利完善事件和产品违约事件。就基础资产信用表现来看，已清算产品在整个产品周期内的累计违约率分布于0.00%-3.63%之间，平均值为0.5080%，较上年末平均值0.4705%提升0.0375个百分点。其中16金诚1、16金诚2、17金诚1和17金诚2的累计违约率分别为3.63%、2.98%、2.48%和1.86%，若不考虑上述4单金诚系列产品，已经清算的90单产品在整个产品周期内的累计违约率分布于0.00%-2.53%之间，平均值为0.4043%，较上年末平均值0.3895%提升0.0148个百分点。总体来看，Auto-ABS产品违约率略有提升，但整体信用表现依然良好。

截至2020年6月末，已发行的164单产品中有74单处于存续期，累计违约率在0.00%-3.20%之间。其中，瑞福德汽车金融有限公司作为发起机构的“18欣荣2”累计违约率为3.20%；其余73单产品累计违约率在0.00%-1.40%之间。

Auto-ABS一般设置1-2年期间内触发加速清偿事件的累计违约率为1.5%-3.5%，各单产品累计违约率距离加速清偿事件触发阈值尚有较大的安全空间。

图表 8：截至 2020 年 6 月末存续期 Auto-ABS 累计违约率[4]



数据来源：各受托机构报告，东方金诚整理

影响 Auto-ABS 借款人还款能力、还款意愿的相关指标各年表现平稳；基础资产分散性很好

借款人的还款能力是影响基础资产违约率的重要因素，借款人的年龄、收入债务比（DTI）是判断借款人还款能力的重要指标。从各年已发行 Auto-ABS 来看，借款人年龄均值处在 35 岁左右，该年龄段借款人多处于收入稳定期，有助于其按时足额偿还贷款。 Auto-ABS 借款人加权平均收入债务比（DTI）均值约在 300%-400%之间。

除还款能力外，借款人的还款意愿受贷款初始贷款价值比（LTV）[5]、贷款账龄、贷款剩余期限影响较大。较低的初始贷款价值比意味着抵押车辆对贷款的保障程度较好；较长的账龄和较短的剩余期限意味着借款人未来违约成本更高，有利于贷款的按期足额偿付。从各年已发行 Auto-ABS 来看，上述三项指标均较为平稳，各年变化不大。

从入池资产的分散性来看，Auto-ABS 单户贷款平均 OPB 在

[4] 累计违约率=违约贷款在违约时点对应的未偿本金余额/入池资产初始未偿本金余额。2019 年 7 月-2020 年 6 月新发行 Auto-ABS 因存续期较短，累计违约率较低，故未列示。

[5] 贷款价值比（LTV）=贷款余额/发放贷款时抵押物评估价值。

6-10 万元之间，借款人前五大城市 OPB 占比在 45.00%左右，基础资产分散性很好。

图表 9：2016 年-2020 年上半年已发行 Auto-ABS 资产池表现

	指标	2020 上半年均值	2019 年均值	2018 年均值	2017 年均值	2016 年均值
借款人特征	加权平均收入债务比（DTI）（%）	400.15	394.96	294.90	330.28	353.45
	加权平均年龄（岁）	35.03	35.22	35.33	35.29	35.36
贷款特征	加权平均初始贷款价值比(LTV)(%)	60.63	63.24	60.99	63.03	62.66
	加权平均贷款账龄（月）	7.74	7.97	8.29	9.19	9.17
	加权平均剩余期限（月）	23.95	23.49	23.86	24.11	24.37
	单户贷款平均 OPB（万元）	6.72	7.81	7.17	6.94	7.83
	借款人前五大城市 OPB 占比（%）	42.86	43.20	45.14	45.97	45.21

数据来源：各单产品发行说明书、评级报告等公开资料，东方金诚整理

注：包括已清算和存续期的产品

Auto-ABS 产品抵押车辆通常来自同一汽车制造商，车辆品牌集中度较高；且全部产品未办理抵押权变更登记手续，可能导致抵押权无法对抗善意第三人，大部分产品通过发起机构赎回安排缓释相应风险

Auto-ABS 产品基础资产绝大部分由借款人以汽车提供抵押担保[6]，且抵押车辆以新车为主，加权平均初始贷款价值比（LTV）在 60.00%-64.00%之间，抵押担保较充分，对产品到期兑付形成有利支撑；抵押车辆新车占比在 99.00%以上。

Auto-ABS 产品发起机构以汽车金融公司和汽车财务公司为主，抵押车辆通常来自同一汽车制造商，车辆品牌集中度较高，若该汽车制造商在未来由于汽车质量问题导致车辆召回或其他问题的出现，则可能直接对汽车抵押贷款的按期偿付产生不利影响。

根据全部产品的交易安排，基础资产转移至信托但不办理抵

[6] 截至 2020 年 6 月末，已发行的 162 单 Auto-ABS 产品中，有 154 单产品入池资产全部为个人汽车抵押贷款，“14 招商 1”、“15 招元 2”、“15 和信 2”、“17 和信 1”、“18 和信 1”、“18 建优 1”、“19 和信 1”和“20 招银和信 1”8 单产品入池资产为信用卡分期汽车贷款，其入池资产中抵押类贷款占比分别为 26.94%、21.07%、30.22%、52.24%、29.38%、0.00%、98.94%和 37.01%，信用类贷款占比分别为 73.06%、78.93%、69.78%、47.76%、70.62%、100.00%、1.06%和 62.99%。

押权变更登记手续，可能导致抵押权无法对抗善意第三人，从而对信托财产造成不利影响。大部分产品的交易结构规定如发生因抵押权未变更登记导致无法对抗善意第三人的情形，将由发起人赎回该笔资产，在一定程度上缓释了不利影响。

图表 10：2016 年-2020 年上半年已发行 Auto-ABS 抵押车辆情况

	指标	2020 上半年均值	2019 年均值	2018 年均值	2017 年均值	2016 年均值
抵押车辆	加权平均初始贷款价值比 LTV（%）	60.63	63.24	60.99	63.03	62.66
	新车占比（%）	99.75	99.31	99.99	99.88	99.89
	前三大抵押车辆品牌 OPB 占比（%）	83.11	81.66	72.90	76.88	89.88

数据来源：各单产品发行说明书、评级报告等公开资料，东方金诚整理

注：包括已清算和存续期的产品

受汽车金融公司数量增加及汽车融资租赁业务的竞争，同时受 2020 年上半年市场利率下行影响，Auto-ABS 基础资产加权平均贷款利率持续下降，产品的超额利差整体有所下降；部分产品设置了初始超额抵押以弥补超额利差下降影响

受汽车金融公司数量增加及汽车融资租赁业务的竞争，Auto-ABS 基础资产加权平均贷款利逐年下降，受此影响，产品的超额利差呈整体下降趋势，对产品的保护程度有所减弱。

图表 11：Auto-ABS 超额利差情况

项目	2020 上半年均值	2019 年均值	2018 年均值	2017 年均值	2016 年均值	2015 年均值	2008-2014 年均值
基础资产加权平均贷款利率（%）	4.63	5.23	6.13	7.46	7.83	8.96	11.05
证券加权平均票面利率（%）	3.24	3.37	4.31	4.91	3.24	3.75	5.26
超额利差（%）	1.39	1.86	1.82	2.54	4.59	5.21	5.79

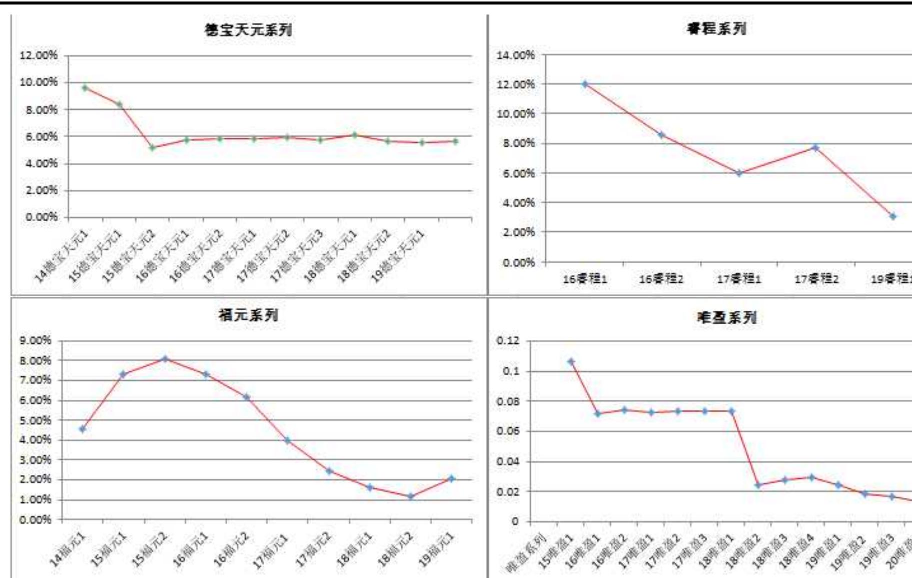
数据来源：各单产品发行说明书、评级报告等公开资料，东方金诚整理

注：包括已清算和存续期的产品

本报告选取了发行期数较多的“德宝天元”系列、“速利银丰”系列、“福元”系列和“唯盈”系列的产品，对其基础资产加权平均贷款利率进行统计。从以上产品可以看出，入池资产的

加权平均贷款利率呈整体下降趋势。

图表 12：部分 Auto-ABS 系列产品基础资产加权平均贷款利率



为弥补超额利差下降，部分产品设置了初始超额抵押，设置超额抵押的产品占比约为 30.00%。

图表 13：Auto-ABS 超额抵押情况

项目	2020 上半年均值	2019 年均值	2018 年均值	2017 年均值	2016 年均值	2015 年均值	2008-2014 年均值
设有超额抵押的产品占比（%）	40.00	36.59	39.29	28.13	35.00	25.00	18.18
超额抵押率（%）	1.84	1.43	1.86	1.14	1.41	0.20	0.43
超额利差（%）	1.39	1.86	1.82	2.54	4.59	5.21	5.79

数据来源：各单产品发行说明书、评级报告等公开资料，东方金诚整理

注：包括已清算和存续期的产品

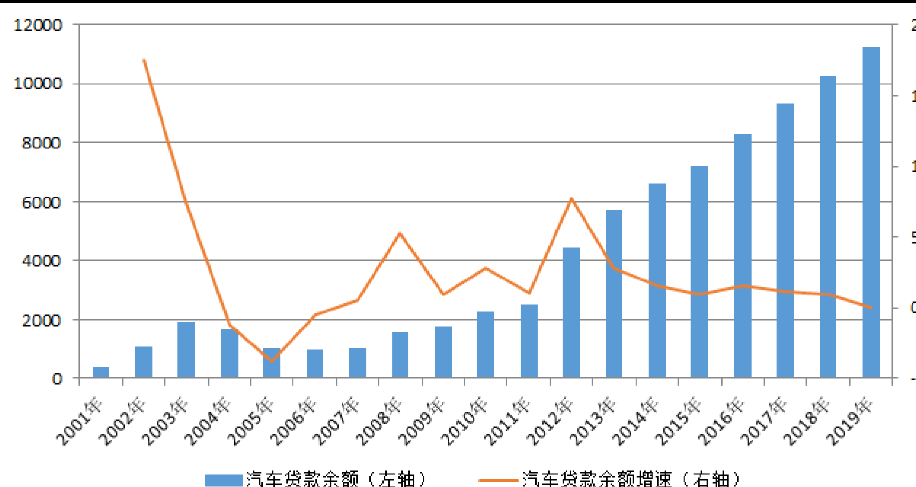
（二）2020 年下半年展望

随着我国个人汽车贷款存量规模持续增加及下半年市场利率回升，预计 2020 年下半年 Auto-ABS 产品将继续保持较快发展，但增速预计较上半年有所下降

伴随着中国汽车金融市场的快速发展，个人汽车贷款存量规模稳步上升。截至 2019 年末，个人汽车贷款余额达 11226 亿元，较年初增长 9.62%，增速较去年同期下降 0.6 个百分点。2019 年

我国发行的 Auto-ABS 规模 1965.92 亿元，占个人汽车贷款余额比例为 17.51%，较上年末增加 5.64 个百分点，未来仍有较大增长空间。

图表 14：我国个人汽车贷款余额及增长情况（单位：亿元、%）



数据来源：中国汽车工业年鉴，东方金诚整理

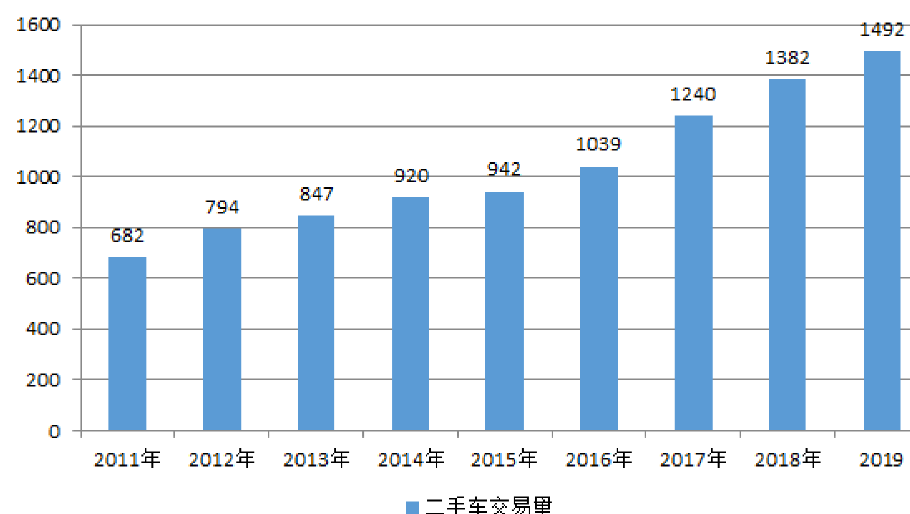
对汽车金融公司而言，其融资渠道较狭窄且 Auto-ABS 融资成本较低，目前汽车金融公司已将资产证券化作为一种常态化融资方式，未来其发行规模仍将保持稳定增长；对商业银行而言，发行 Auto-ABS 有利于其优化资产负债表结构、补充资本金，因而有一定动力转出个人汽车贷款资产；对投资者而言，在宏观经济下行、违约事件多发的背景下，Auto-ABS 基础资产违约率较低，产品安全性较高，易受到投资者青睐，预计 2020 年下半年 Auto-ABS 产品将继续保持较快发展。

二手车市场的持续发展预计将对 Auto-ABS 违约贷款的抵押物回收形成正面影响

近年来，我国二手车交易量保持持续增长，2019 年全国二手车累积交易 1492 万辆，同比增长 7.98%。交易量增长提升了我国二手车市场的流动性，进而降低了买卖双方的交易成本，包

括 Auto-ABS 资产服务机构的交易成本。成本下降意味着资产服务机构在出售违约汽车贷款的抵押车辆时可以享有更好的价格，预计对 Auto-ABS 的回收率具有正面影响。

图表 15：我国二手车交易量情况（单位：万辆）



数据来源：中国汽车流通协会

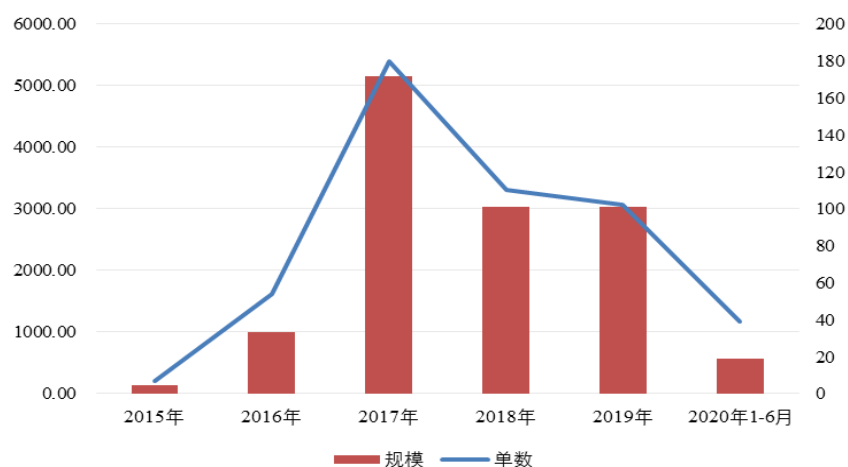
三、消费金融 ABS 信用风险回顾与展望

（一）2020 年上半年信用风险回顾

2020 年上半年我国消费金融 ABS 发行端受新冠疫情影响较小，发行主体持续扩容

2020 年上半年，我国共发行 45 单消费金融 ABS 产品，总规模为 588.18 亿元，较上年同期发行数量增加 14 单，规模同比下降 10.81 亿元。分市场来看，2020 年上半年发行产品中包括银行间产品 10 单，规模 169.47 亿元，单笔平均规模 16.94 亿元，较上年同期下降 27.75 亿元。单笔规模下降主要系上半年发行主体主要为消费金融公司和电商平台，该类主体单笔发行规模较小；交易所发行产品 35 单，规模 418.71 亿元，单笔平均规模 11.96 亿元，较上年同期下降 7.34 亿元。

图表 16：近年来消费金融 ABS 发行情况（单位：亿元、单）



注：统计包括所有银行间和交易所产品

从发行主体来看，银行间产品发行主体主要为商业银行和持牌消费金融公司，受银保监会监管，其中持牌消费金融公司须年满三年才可能获批发行消费金融 ABS 资格。2020 年 3 月，晋商消费金融获批发行消费金融 ABS 资格，成为国内第 10 家获批发行消费金融 ABS 的持牌消费金融公司。2020 年上半年，湖北消费金融发行了首单消费金融 ABS 产品，发行主体持续扩容。交易所消费金融 ABS 发行主体包括小贷公司和电商平台，产品主要为“花呗”、“借呗”、“白条”类产品。

从基础资产类别来看，2020 年上半年，银行间和交易所消费金融 ABS 基础资产均为一般消费贷款，无信用卡资产。

因交易所 ABS 产品基础资产特征、累计违约率、违约回收率、早偿率等数据可得性受限，本报告下文涉及这些指标分析引用数据均来源于银行间产品。

从基础资产特征来看，2020 年上半年发行的银行间消费金融 ABS 贷款笔数有所上升，主要系上半年北京京东世纪贸易有限公司发行 5 单“白条”产品，贷款笔数均在 250 万笔以上，资产

分散度更高。资产加权平均账龄和剩余期限较短，借款人平均收入债务比继续保持较好水平。2020 年上半年宽松的流动性与较低的利率环境导致产品超额利差均值较前两年有所上升。整体资产池指标表现较好，有利于构成高度分散，现金流回收较为平缓的资产池。

图表 17：近年来银行间消费金融 ABS 资产池表现

指标	2018 年	2019 年	2020 年 1-6 月
加权平均贷款笔数（万笔）	74.57	83.25	213.49
前 20 大借款人占比（%）	0.16	0.13	0.12
借款人平均收入债务比（倍）	7.14	9.68	9.17
加权平均账龄（月）	3.92	4.71	3.32
加权平均剩余期限（月）	12.03	12.25	13.82
超额利差均值（%）	6.16	7.21	8.79

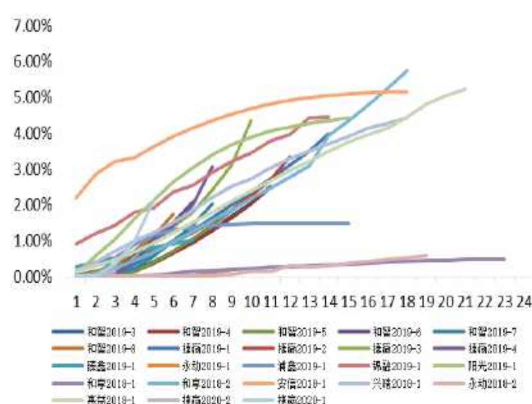
消费金融 ABS 违约率高于 RMBS 和 auto-ABS，受新冠疫情影响，2 月以来基础资产累计违约率迅速攀升

受消费贷款无抵押、质押、担保等还款保证措施影响，消费金融 ABS 基础资产违约率高于 RMBS 和 auto-ABS 等产品。2020 年 6 月末存量 RMBS 和 auto-ABS 的年化违约率分别为 0.14%和 0.17%，同期末银行间消费金融 ABS 产品年化违约率为 1.59%。大部分产品设置了触发加速清偿事件的累计违约率阀值，银行间产品一般设置为某一时点累计违约率在 5%-10%范围内触发加速清偿事件，持牌消费金融公司发行产品相应设置范围为 10%-20%。截至 2020 年 6 月末，银行间存续期产品均未触发加速清偿事件设置的累计违约率阀值。持牌消费金融公司发行产品累计违约率略高于银行发行产品。

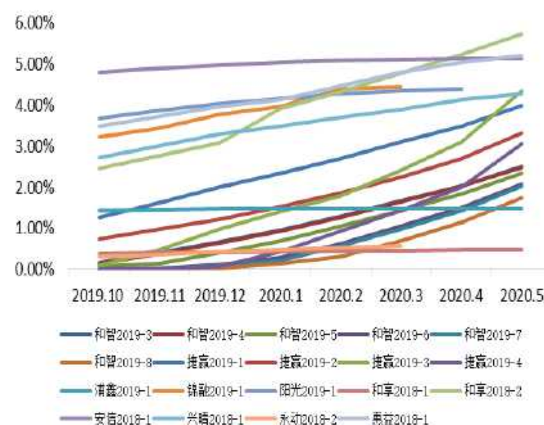
截至 2020 年 6 月末，各单产品累计违约率较上年末约上升 1 个百分点。2020 年 2 月，受新冠肺炎疫情影响，居民固定收入

下降，还款能力不佳，产品累计违约率迅速攀升。2019 年 11 月-2020 年 5 月，消费金融 ABS 的累计违约率平均增速分别为 0.16%、0.20%、0.23%、0.26%、0.29%、0.03%和 0.16%，2019 年 12 月以来累计违约率增速上升较快。

图表 18：截至 2020 年 6 月末消费金融 ABS 累计违约率



图表 19：2019 年 10 月-2020 年 5 月消费金融 ABS 累计违约率变化



数据来源：各单产品信息，东方金诚整理

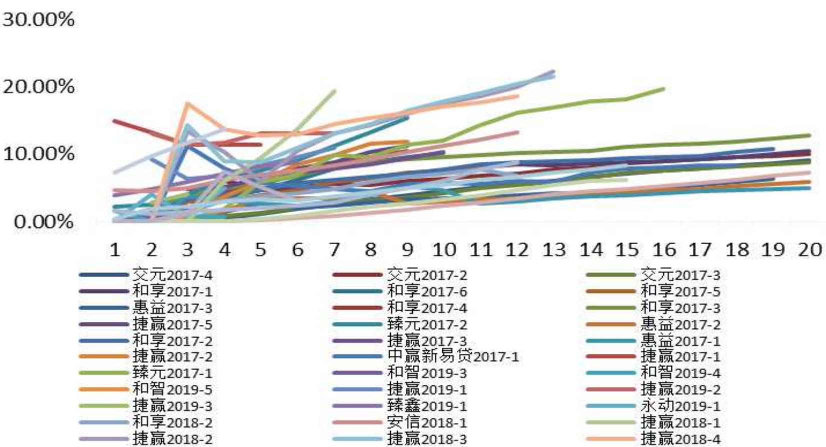
底层借款人主要处于疫情影响较大的行业，受借款人收入下降及催收效率下降影响，累计违约回收率较低

截至 2020 年 6 月末，借款人累计违约回收率位于 10%左右，较上年末上升约 5 个百分点。基础资产底层借款人主要集中于建筑业、制造业等受疫情影响较大的行业。疫情期间企业停工停产导致居民偿债能力下降。同时催收机构无法现场催收导致违约后回收金额减少。总体来看，累计违约回收率增长速度放缓，整体回收率较低。

消费贷款主要为信用贷款，基本无抵质押措施担保，且央行个人征信系统尚不完善，目前我国央行征信系统信贷记录覆盖率不及 30%，大批借款人违约后无相应的贷款记录，借款人违约成本较低，违约后偿还动力不足导致产品违约回收率较低。同时我

国居民债务负担不断加重，2017 年-2019 年，我国人均可支配收入上涨 18.48%，同期住户短期贷款增长 37.41%，住户短期贷款增长幅度远超过人均可支配收入，居民债务负担的不断加重也不利于基础资产后续回收。

图表 20：截至 2020 年 6 月末银行间部分消费金融 ABS 累计违约回收率



数据来源：各单产品信息，东方金诚整理。因存续期短，部分产品只有约 12 期的数据

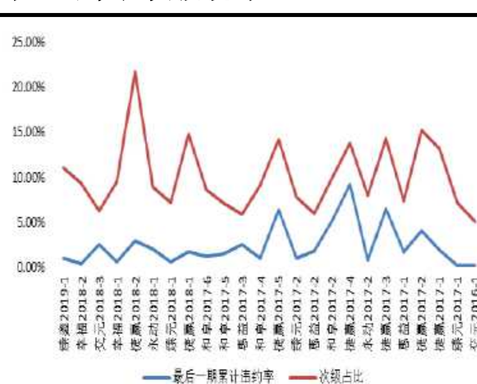
基础资产质量略有下沉，次级支持效果仍较好，基础资产违约部分主要由次级吸收

考虑到不同产品存续期限不一，考虑到数据的可得性，本报告选取同系列产品存续第 13 期时累计违约率进行比较以研究近年来同类产品基础资产质量变化情况。 “和享”、“捷赢”、“交元”产品存续相同期间后的累计违约率较前两年发行产品高，基础资产质量略有下沉。从已清算产品来看，银行间清算产品最后一期累计违约率位于 0.17%-9.25%之间，而多数产品次级占比在 5%-15%之间。在不考虑违约回收的情况下，在产品存续的最后一期，产品次级依然能够高出最终累计违约率约 8%，产品整体风险可控。新冠疫情对产品的负面影响主要体现在次级部分。

图表 21：同类产品存续第 13 期累计违约率统计（单位：%）

和享2017-1	和享2017-3	和享2018-1	和享2018-2
1.40	1.58	0.22	2.17
捷赢2018-2	捷赢2018-3	捷赢2019-1	捷赢2019-2
2.23	2.29	2.35	2.26
交元2017-2	交元2017-3	交元2017-4	交元2018-3
0.28	0.35	0.52	1.79

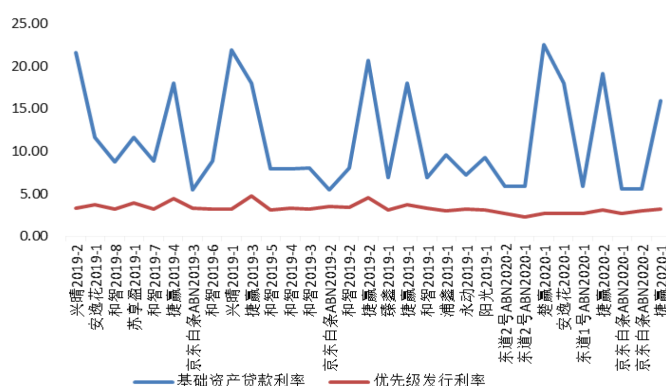
图表 22：银行间已清算产品最后一期累计违约率和次级统计



受益于 2020 年上半年宽松的流动性与较低的利率环境，超额利差均值较前两年有所上升，疫情影响下优先级仍有较高的安全边际

2020 年上半年发行的银行间产品加权平均贷款利率为 11.63%，平均发行利率为 2.84%，超额利差为 8.79%。2020 年上半年宽松的流动性与较低的利率环境导致产品超额利差均值较前两年有所上升。同时，较高的贷款利率为产品提供了良好的超额利差保障，疫情影响下优先级仍有较高的安全边际。同时，大多数产品基础资产合格标准及后续购买的资产加权贷款利率要求设置在信托设立日人民银行贷款基准利率上浮 1.5 倍左右，对产品的超额利差形成进一步保障。

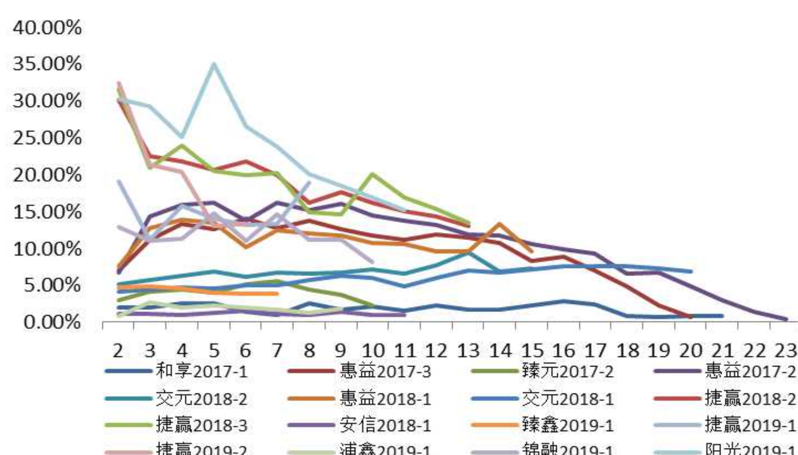
图表 23：2019 年和 2020 年上半年 ABS 基础资产贷款利率和优先级发行利率（单位：%）



早偿率普遍偏高，完善的交易结构设置缓释了早偿引起的流动性风险

因贷款利率较高，消费金融 ABS 早偿率普遍偏高。截至 2020 年 6 月末，产品年化早偿率位于 10%-15%之间，较上年末略有下降。其中“捷赢”系列产品因贷款利率较高，年化提前还款率高达 20%；而“交元”系列信用卡分期债权因合同约定提前还款费用较高，借款人提前还款意愿低，年化早偿率约为 5%左右。因产品设置优先级为过手摊还，完善的交易结构设置缓释了早偿引起的流动性风险。

图表 24：截至 2020 年 6 月末银行间部分消费金融 ABS 年化早偿率



数据来源：各单产品信息，东方金诚整理。因封包日至设立日产品早偿金额较多，早偿率从第二期开始计算

（二）2020 年下半年展望

随着鼓励消费政策的出台及投资端环境不断完善，消费金融 ABS 仍具有广阔的市场空间

新冠疫情导致消费金融公司业绩下滑，客户还款能力面临考验。基于安全性考虑，一些金融机构减少对消费金融公司的资金供给。消费金融公司仍需要寻求消费金融 ABS 作为外部融资渠道。

2020 年上半年，国家出台一系列政策促进消费。3 月 13 日，

国家发展改革委、财政部、文化和旅游部等 23 个部门联合印发《关于促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见》，提出 19 条促消费硬举措；3 月 18 日，国家发展改革委印发《消费扶贫助力决战决胜脱贫攻坚 2020 年行动方案》，并联合 27 个部门和单位开展 30 项具体行动。目前经济面临下行压力，消费行业受疫情影响较大，预计刺激消费的政策具有可持续性。

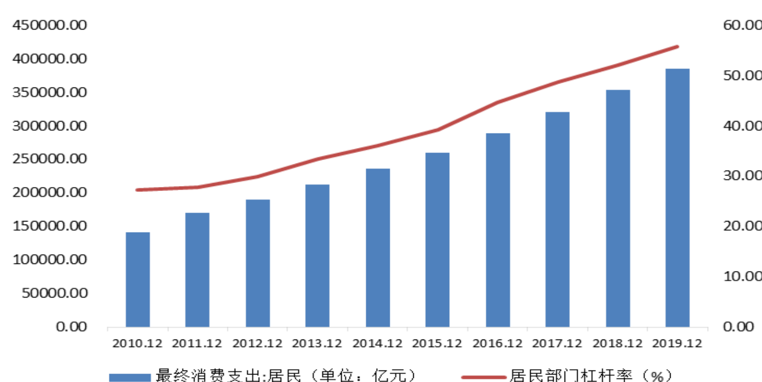
从投资端来看，消费金融 ABS 基础资产小而分散，作为优质的 ABS 资产一直受到市场上投资者的青睐。银保监会也印发了《商业银行理财业务监督管理办法》，允许银行使用理财资金购买 ABS，消费金融 ABS 投资端环境不断完善。

随着鼓励消费政策的出台及投资端环境不断完善，消费金融 ABS 仍具有广阔的市场空间。

目前居民债务负担较重，叠加疫情影响，预计基础资产质量短期内难以改善

值得注意的是近年来我国居民消费支出、居民消费贷款及居民部门杠杆率不断增长。目前，我国居民债务占可支配收入比重达 90%，经过不断加杠杆，居民债务率较高。

图表 25：我国居民消费支出和杠杆率



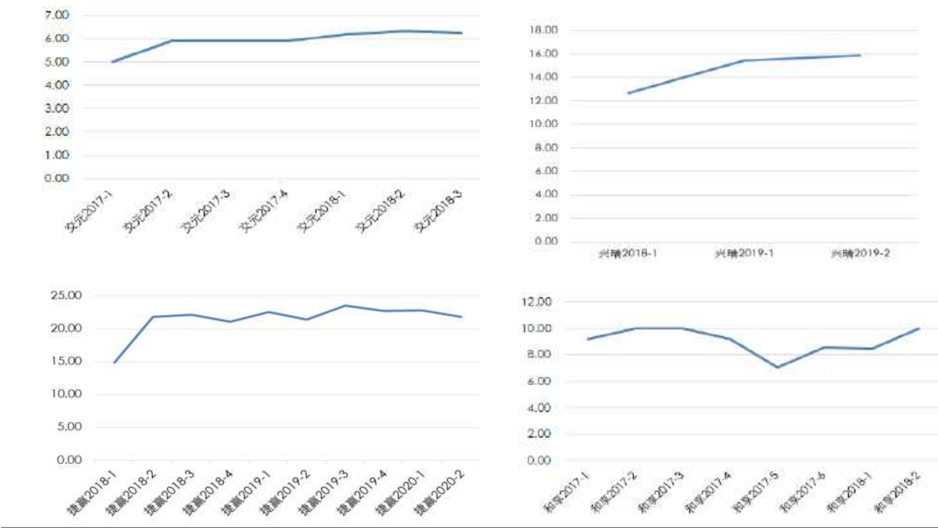
同时具有信用贷性质的消费贷款违约成本低，在当前居民部

门不断加杠杆及宏观经济下行的背景下，叠加疫情影响，预计短期内基础资产质量难以改善。

同系列产品次级比例略有上升，预期次级对优先级支撑效果仍较好，产品整体风险可控

如图表 11 所示，本报告选取发行产品较多的“交元”、“兴晴”、“捷赢”和“和享”系列产品进行比较，2017 年-2020 年，同类产品次级比例有所提升，次级比例有所提升为优先级提供更多保障。

图表 26：2017 年-2020 年上半年同类产品次级比例统计（单位：%）



目前存续期产品违约率仍低于次级，预期基础资产质量难以改善，不同目标信用等级下资产池违约比率和损失比率或将有所上升。预期同类产品次级比例或将有所提升，次级对优先级支撑效果仍较好，产品整体风险可控。

疫情导致部分消费金融公司产品后续可供循环购买资产减少，需关注该类产品面临的循环购买资产不足及下降风险

因借款人还款期限较短，多数消费金融 ABS 设置循环购买结构。受疫情影响，消费金融公司业务量收缩，部分产品因可供循

环购买资产减少触发相应的持续购买资产占比变动相应比例事件。在当前疫情背景下消费金融公司业务减少，借款人偿债能力下降，需关注产品后续面临循环购买资产不足及下降风险。

四、应收账款 ABS 信用风险回顾与展望

（一）2020 年上半年信用风险回顾

2020 年上半年应收账款 ABS 发行单数和规模较去年同期大幅增长

2020 年上半年，我国市场共发行了 52 单应收账款资产支持证券，较去年同期增长 63.64%；发行规模合计 512.11 亿元，较去年同期增长 43.25%。其中，工程施工类、购房尾款类、普通贸易类、贸易融资类应收账款资产支持证券发行规模分别为 185.45 亿元、252.84 亿元、67.44 亿元和 6.38 亿元。2020 年上半年，受新冠疫情影响，房地产企业项目开发和销售进度延缓，资金回流需求进一步加大，购房尾款类 ABS 发行规模超过工程施工类。

图表 27：2014 年以来应收账款资产支持证券发行情况



从应收账款资产支持证券细分类型来看，普通贸易类、工程施工类、购房尾款类、贸易融资类应收账款资产支持证券在基础

资产和交易结构等方面的信用风险特征有所不同。

1、普通贸易类应收账款资产支持证券

普通贸易类应收账款资产支持证券的基础资产为生产贸易类企业因销售货物或服务对其下游客户的应收账款。

图表 28：2014 年以来发行普通贸易类应收账款资产支持证券信用风险特征指标

指标	最小值	最大值	平均值
债务人户数（户）	1	993	178
前五大债务人占比（%）	14.34	100.00	44.28
债务人前三大行业占比（%）	60.06	100.00	93.82
前三大地区占比（%）	31.10	100.00	68.94
循环购买安排		部分产品循环购买	
增信方式		内外部增信	
优先 A 档级别	AA	AAA	AAA
优先 A 档占比（%）	20.00	98.98	77.35
优先 B 档级别	AA	AA+	AA-AA+
优先 B 档占比（%）	5.00	75.00	19.73
优先 C 档级别	A+	AA	A+-AA
优先 C 档占比（%）	6.97	15.06	10.63
次级档占比（%）	1.02	48.97	10.55

注：上表信息来源于 2014 年至 2020 年上半年已发行产品（包括存续期和已清算产品）中披露基础资产信息的 35 单产品。

普通贸易类应收账款资产支持证券债务人信用资质分化较大，部分债务人属于强周期或资金周转时间较长行业，基础资产现金流回收时间具有一定不确定性

在已披露影子评级信息的产品（18 单）中，普通贸易类应收账款资产支持证券的入池资产加权平均信用等级分布于 B+/BB--AAA 之间，债务人信用资质分化较大。

由于基础资产债务人所处行业为原始权益人下游行业，受制于原始权益人自身主营业务特性，普通贸易类应收账款资产支持证券的行业集中度普遍偏高。根据已披露产品相关信息，普通贸

易类应收账款资产证券化产品的前三大行业 OPB 占比分布于 60.06%-100.00%之间，远高于 CLO、租赁债权等债权类产品的平均值。

在已披露相关信息的产品中，普通贸易类应收账款资产支持证券的基础资产债务人广泛分布于医院、制造业（电子产品、电器设备、建筑材料制造等）、批发和零售业等各行业。部分产品的债务人属于强周期行业，其经营财务情况易受宏观经济和行业供需情况波动影响，在产能过剩、行业内竞争激烈的情况下，其盈利能力、现金流情况、偿债能力将可能有所恶化，从而影响基础资产逾期和违约情况。另一方面，部分原始权益人的下游客户（例如医院等）资金占用时间较长，且原始权益人相对下游客户较为弱势，从而导致原始权益人应收账款的回款周期较长。

除行业风险外，由于产品质量问题导致退货、下游客户要求返点等因素，普通贸易类应收账款的实际回款金额可能低于初始入池金额，导致基础资产存在灭失或贬损风险。

普通贸易类应收账款资产支持证券采用内外部增信安排缓释基础资产无利息流入、回款时间和金额不确定性强等风险

普通贸易类应收账款资产支持证券初始入池资产规模对发行规模的覆盖倍数分布于 1-1.42 倍之间，以 1-1.1 倍之间的产品居多，大部分产品循环期采用固定折价率或动态折价率进行循环购买，部分产品未设置循环购买安排或循环期平价购买。初始与循环折价率高低与基础资产信用质量、对应债务人历史回款情况、发行利率等因素有关。

除折价购买机制外，普通贸易类应收账款资产支持证券普遍

设置其他内外部增信机制缓释基础资产现金流不稳定风险。内部增信措施包括权利完善事件、加速清偿事件和违约事件、与资产服务机构主体级别关联的回收款转付机制、不合格/灭失资产赎回等；外部增信措施包括原始权益人或关联方差额支付、关联方担保、关联方流动性差额支付承诺等，外部增信方主体级别分布于 AA-AAA 之间，对资产支持证券的信用增进作用差异较大。部分产品因原始权益人的出表需求未设置差额支付或担保，此类产品凭借入池资产较高的分散度或债务人较好的信用资质仍获得较高 AAA 档比例。

2、工程施工类应收账款资产支持证券

工程施工类应收账款资产支持证券的基础资产为建筑施工企业因提供工程施工服务而对发包方享有的应收账款。

图表 29：2014 年以来发行工程施工类应收账款资产支持证券信用风险特征指标

指标	最小值	最大值	平均值
债务人户数（户）	9	164	56
前五大债务人占比（%）	15.71	75.82	40.61
债务人前三大行业占比（%）	61.03	100.00	76.56
前三大地区占比（%）	27.72	90.05	48.98
循环购买安排		部分产品循环购买	
增信方式		内外部增信	
优先 A 档级别	AAA	AAA	AAA
优先 A 档占比（%）	60.00	95.03	91.89
优先 B 档级别	AA-	AA+	AA--AA+
优先 B 档占比（%）	5.00	26.44	14.03
次级档占比（%）	4.97	20.00	6.94

注：上表信息来源于 2014 年至 2020 年上半年已发行产品（包括存续期和已清算产品）中披露基础资产信息的 44 单产品。

工程施工类应收账款资产支持证券基础资产债务人多为基建类及房地产公司，行业集中度很高，应收账款回款压力较大

建筑业下游行业包括铁路、城投、房地产等，以上行业易受政策调控影响，景气程度波动性较大。受疫情影响，2020 年一季度 GDP 同比出现有历史记录以来的首次负增长，降至-6.8%；3 月末固定资产投资完成额增速为-16.10%，房地产开发投资完成额增速-7.7%。整体来看，我国固定资产投资下行压力仍较大。受下游行业景气度波动和上下游产业链地位因素影响，建筑企业应收账款回款压力较大。

已披露产品信息的工程施工类资产支持专项计划均采用了循环购买结构，若循环购买的基础资产质量下降或拟循环购买资产不足，可能会对本专项计划的顺利实施产生不利影响，已发行产品一般设置了较为严格的循环购买标准，但原始权益人的储备项目充足性情况对后续拟循环购买资产的产生具有较大影响。

工程施工类应收账款资产支持证券原始权益人多为大型国有建筑企业，且大多由其自身或母公司提供差额补足等外部增信，有效提升了产品信用质量

由于基础资产无利息流入而证券端需支付利息，与其他债权类资产支持证券不同，应收账款资产支持证券一般采用折价购买方式。工程施工类应收账款资产支持证券的初始覆盖倍数分布于 1.01-1.13 倍之间，以 1.03-1.05 倍之间的产品居多，循环期采用固定折价率或动态折价率进行循环购买。

由于基础资产现金流具有较大不确定性，工程施工类应收账款资产支持证券普遍设置了内外部增信机制，内部增信机制主要包括不合格资产置换/赎回、信用触发机制等，外部增信机制主要为原始权益人自身或母公司的差额补足或流动性支持等。

在已披露相关信息的工程施工类应收账款资产支持证券中，绝大多数产品的原始权益人为大型国有建筑企业，且其中大多数由其自身或母公司提供差额补足等外部增信，大多数增信方为主体级别 AAA。以上外部增信较为有效地提升了产品的信用质量，设置外部增信的产品 AAA 档占比大多在 90%以上。

3、购房尾款类应收账款资产支持证券

购房尾款类应收账款资产支持证券的基础资产为房地产公司的银行按揭贷款购房尾款或公积金贷款购房尾款，本质为房地产公司因销售商品房对购房人的应收账款。

图表 30：2014 年以来发行购房尾款类应收账款资产支持证券信用风险特征指标

指标	最小值	最大值	平均值
入池资产笔数（笔）	244	12158	2385
单笔合同最大应收购房尾款金额占比（%）	0.13	2.15	0.74
前三大地区占比（%）	24.00	100.00	79.50
初始覆盖倍数（倍）	1.02	1.82	1.32
摊还期优先 A 档本息最低覆盖倍数（倍）	1.01	2.10	1.31
摊还期优先档本息最低覆盖倍数（倍）	1.01	2.10	1.26
优先 A 档级别	AA+	AAA	AAA
优先 A 档占比（%）	54.42	96.49	84.70
优先 B 档级别	AA	AA+	AA-AA+
优先 B 档占比（%）	16.41	35.05	25.22
次级档占比（%）	3.51	25.06	7.35

注：上表信息来源于 2014 年至 2020 年上半年已发行产品（包括存续期和已清算产品）中披露基础资产信息的 38 单产品。

由于监管政策、银行审批政策、开发贷截留等原因，购房尾款类应收账款资产支持证券基础资产回款时间和金额的不确定性较大

购房尾款类应收账款资产支持证券的基础资产现金流来源为公积金中心或银行的审批贷款，购房人的基本情况如收入水平、

征信情况对银行审批通过率及通过金额比例造成一定的影响，若未通过或未全额通过审批，则尾款需要由购房者自己承担，在购房者缺乏经济实力的情况下可能导致违约。若银行对项目公司进行资金监管，则可能导致开发贷截留，降低归集到资产支持证券账户的现金流金额。

此外，由于区域房地产行业政策、银行放款政策和额度充足性等因素，购房尾款资产支持证券入池资产回款时间存在不确定性。根据各产品评级报告披露的历史数据，部分一二线城市历史回款周期较长。

所有购房尾款类资产支持专项计划均采用了循环购买结构，若循环购买的基础资产质量下降或拟循环购买资产不足，可能会对本专项计划的顺利实施产生不利影响，已发行产品一般设置了较为严格的循环购买标准，但原始权益人的在建待售项目充足性情况和所在区域房地产政策变动对后续拟循环购买资产的产生具有较大影响。

内外部增信交易结构安排可缓释基础资产现金流不确定性较大风险，但融资收紧环境下房企作为增信方的履约能力应予以关注

在已披露相关信息产品中，购房尾款类资产支持证券的初始覆盖倍数对发行规模的覆盖倍数差异较大，分布于 1.02-1.82 倍之间，大部分产品循环期平价购买，部分产品循环期采用固定折价率进行循环购买，初始与循环折价率高低反映了现金流回款情况和发行利率等特征。

除折价购买外，由于基础资产现金流回收时间和金额的不确

定性较大，购房尾款应收账款资产支持证券一般均采用了不合格资产置换/赎回安排等内部增信机制。根据披露存续期信息的产品资料，部分购房尾款类应收账款资产支持证券存续期存在开发贷截留等情况，已按交易结构安排进行赎回，交易结构安排有效地缓释了基础资产风险。在已披露相关信息产品中，摊还期基础资产预期现金流对优先档当期本息的最低覆盖倍数分布于1.01-2.10倍之间，大部分产品现金流覆盖倍数较高，可一定程度缓释现金流不确定性风险。

在外部增信机制方面，购房尾款类资产支持证券均由房地产公司提供外部增信，增信房企大多为主体级别 AA+及以上房企，但在融资全面收紧的环境下，房地产公司自身的负债水平、现金流充足性等应予以关注。

4、贸易融资类应收账款资产支持证券

贸易融资类应收账款资产支持证券基础资产集中度较高，但均凭借银行信用获得较高信用等级和优先档比例

贸易融资类应收账款资产支持证券为以信用证、保理、保函方式增信的应收账款或票据收益权为基础资产的资产证券化产品，基础资产的本质为原始权益人的贸易合同项下的应收账款。2020 年上半年发行的贸易融资类应收账款资产支持证券主要为保兑产品。

贸易融资类应收账款资产证券化产品基础资产均有银行信用支持，例如浙商链融系列产品以浙商银行作为最后一手保兑人，“飞驰-结构优化”系列产品以建设银行作为信用证开证行。由于基础资产嵌入银行信用，已发行的贸易融资类产品中，大部分

产品的入池资产加权平均信用级别为 AAA（与银行主体信用级别等同）；全部产品的优先档比例均为 100%。

根据 2015 年至 2020 年上半年已发行产品（包括存续期和已清算产品）中已披露产品相关信息，贸易融资类应收账款资产支持证券基础资产债务人户数分布于 1-14 户之间，行业个数和地区个数分别分布于 1-12 个和 1-8 个之间，债务人户数较少导致行业集中度和地区集中度较高。

由于基础资产无利息流入，贸易融资类应收账款资产支持证券亦均采用折价购买安排，已披露信息的产品覆盖倍数分布于 1.01-1.11 倍之间。交易真实性风险为贸易融资类应收账款资产支持证券的特有风险，贸易融资类资产支持证券均设置了若出现单据伪造或债权人欺诈等情况，代理人应赎回相应基础资产的安排；部分产品还设置了票据质押、保证金提前划转事件等交易结构安排以缓释基础资产风险。

（二）2020 年下半年展望

受企业资金回流需求旺盛驱动下，预计 2020 年下半年应收账款资产支持证券发行规模继续增大

随着疫情缓解，企业复工复产稳步推进，预计 2020 年下半年企业资金回流需求旺盛，应收账款类资产证券化发行规模将继续上升。受国资委要求压降两金政策影响，预计 2020 年下半年央企仍有较大的应收账款出表需求，应收账款占比较大的建筑类央企出表需求尤为强烈，预计 2020 年下半年建筑施工类应收账款资产支持证券发行规模仍较大。

普通贸易类应收账款资产支持证券基础资产和原始权益人、

外部增信方资质分化较大，预计 2020 年下半年弱资产或弱主体的普通贸易类资产支持证券发行难度较大，此类产品发行规模将持平或有所缩减。

受疫情影响，上半年房地产企业销售进度减缓，下半年复工复产后资金回流需求增大，但房地产融资收紧常态下，房企融资分化情况继续加剧。预计 2020 年下半年大型房企购房尾款类资产支持证券发行规模可能将继续上升，中小型房企购房尾款类资产支持证券发行规模可能将维持现有水平或有所缩减。

2020 年下半年普通贸易类和购房尾款类产品信用风险水平差异较大，工程施工类和贸易融资类产品信用风险相对较低

普通贸易类应收账款资产支持证券基础资产和外部增信方资质分化较大，债务人的信用品质仍受到行业供需、区域环境和行业政策的影响，预计 2020 年下半年发行产品信用风险水平差异仍较大。

工程施工类应收账款资产支持证券基础资产债务人所属行业周期性波动较大，因项目工程进度受上半年疫情影响较大，工程施工类应收账款资产支持证券基础资产在下半年及以后回款不确定性增强，增信方为地方性建筑企业和民营建筑企业的产品信用风险将提升，但此类产品在市场中占比较低。预计 2020 下半年工程施工类应收账款资产证券化发行主体仍以大型央企为主，信用风险较低。

购房尾款的回款情况与房地产行业监管政策、银行审批政策和流程密切相关。近期房地产行业调控政策呈现“因城施策”调控格局，位于重点调控地区的基础资产回款和循环购买风险进一

步加大。随着行业监管政策趋严，大型房企的龙头地位将愈加显著，小型房企资金较为紧张且经营区域较为集中，未来经营将愈加艰难，以区域性小型房企为原始权益人或增信方的产品信用风险将有所上升。

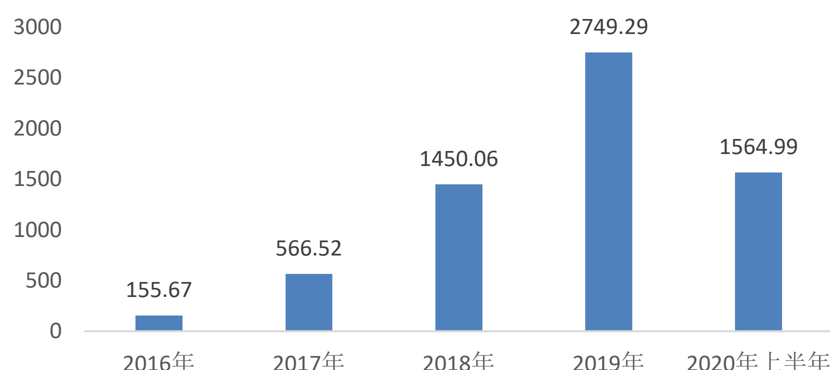
贸易融资类均凭借银行信用获得较高信用等级和优先档比例，2020年上半年发行的产品信用风险仍较低。

五、供应链金融ABS信用风险回顾与展望

（一）2020年上半年信用风险回顾

2020年上半年，我国市场共发行供应链资产支持证券278单，发行规模合计1564.99亿元，与2019年上半年发行规模基本持平。

图表31：2016年以来供应链资产支持证券发行情况（单位：亿元）

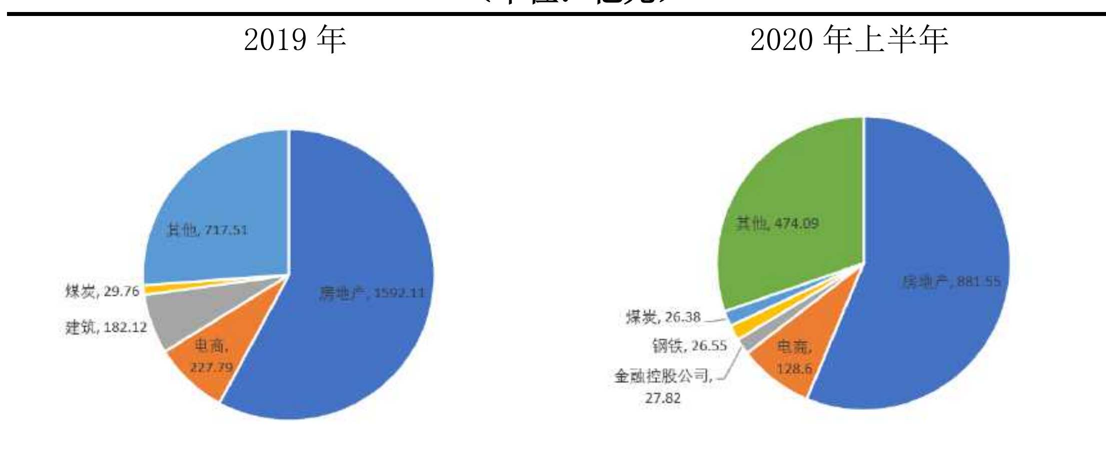


供应链金融资产支持证券核心债务人逐渐拓展至电商、金融控股公司等行业，但仍以AAA主体级别的房地产公司为主，融资政策收紧背景下房企信用资质仍需关注

2017年-2019年和2020年上半年，以房地产企业为核心债务人的供应链资产支持证券发行规模占比分别为82.44%、83.43%、57.91%和56.33%；2019年以来，以房企为核心债务人的产品占比有所下降，但仍为此类产品发行主力。2020年上半年，电商、

金融控股公司核心企业发行规模占比分别位居二、三位。

图表 32：2019 年及 2020 年上半年供应链资产支持证券核心债务人行业分布（单位：亿元）



2020 年上半年房企供应链资产支持证券前十大核心债务人发行占比为 67.40%，房企供应链金融产品债务人集中度较高；核心债务人主体级别均为 AAA，信用风险较低。2019 年以来，在融资方面，房地产企业融资规模持续收紧，银行信贷风险控制加强，房地产信托融资监管日趋严格。房地产企业普遍具有高杠杆、资金密集型的特点，核心债务人的经营和财务情况对于供应链金融资产支持证券信用风险影响较大。由于供应链资产支持证券仍体现为房企的应付账款而不计入财报中的有息债务，部分房企发行多期供应链资产支持证券，其真实债务水平被大幅低估，建议综合考虑供应链产品发行规模以综合评估其债务水平。

图表 33：2020 年上半年房企供应链金融资产支持证券前十大核心债务人发行情况（单位：单、亿元）

核心债务人	发行单数	发行规模	主体级别
万科	17	149.40	AAA
碧桂园	17	119.47	AAA
世茂	8	59.72	AAA
保利	7	52.01	AAA
珠海华发	7	46.90	AAA
金地	8	39.95	AAA
龙湖	6	38.71	AAA

金茂	7	33.24	AAA
新城控股	5	31.62	AAA
奥园	4	23.12	AAA
合计	**86**	**594.14**	**-**

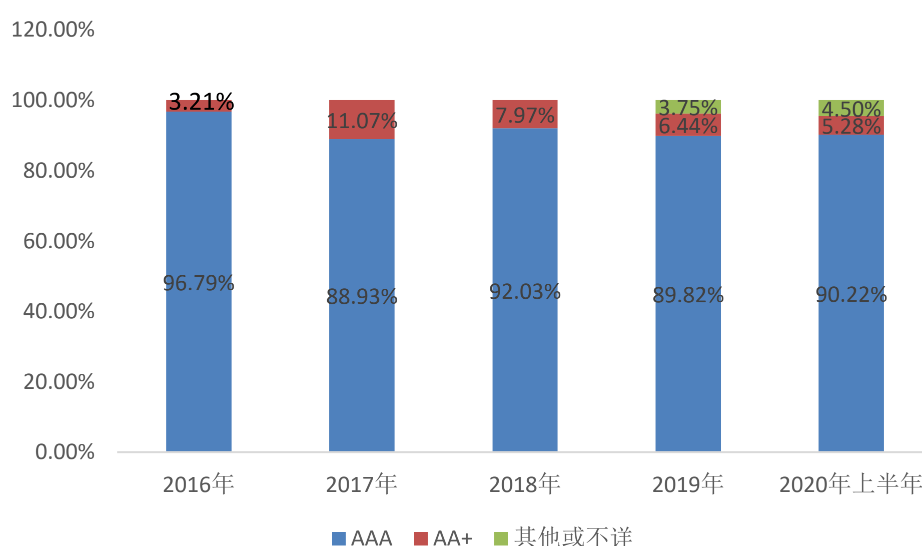
2020 年上半年发行供应链金融资产支持证券级别仍以 AAA 为主，且均取得核心债务人付款确认或差额支付，信用风险较低

2017 年-2019 年及 2020 年上半年发行的供应链金融资产支持证券中，以 AAA 主体为核心债务人的产品发行规模占比分别为 88.93%、92.03%、89.82%和 90.22%。

核心债务人通常以出具《付款确认书》、通过债务加入的方式成为各笔入池资产的共同债务人，或者通过出具《差额支付承诺》对直接债务人不足以支付全部未偿价款余额的差额部分承担补足义务。

综合考虑核心债务人信用资质和其提供的付款确认/差额支付，核心债务人的履约能力和履约意愿均较强，供应链金融资产支持证券信用风险较低。

图表 34：2016 年以来供应链优先级资产支持证券级别分布



基础资产期限和产品期限不匹配的供应链资产支持证券存

在循环购买风险或续发失败等风险

2020 年上半年，4 单供应链金融资产支持商业票据（ABCP）获批发行。与普通供应链金融 ABS 相比，ABCP 为滚动发行的短期货币市场工具，即基础资产期限可长于产品期限，单期到期时可以以续发 ABCP 的募集款、基础资产回款或外部流动性支持作为偿付来源，实现滚动发行、循环融资。从包钢 ABCP、同煤 ABCP、河钢 ABCP 的交易结构安排来看，均设置以第二期产品的募集资金为第一偿付来源；若第二期产品发行不成功，则包钢 ABCP、同煤 ABCP 基础资产提前到期，基础资产现金流入可覆盖证券本息，河钢 ABCP 由共同债务人将相当于证券本金余额的款项转入信托账户，为第二还款来源。

目前市场发行的供应链资产支持证券从基础资产期限和产品期限的匹配度方面可分为三类：一是基础资产期限等同于产品期限，一般为 1 年，此类产品仍占供应链资产支持证券的大多数；二是基础资产期限小于产品期限，需设置循环购买结构；三是部分或全部基础资产期限大于产品期限，即 ABCP 模式；个别产品同时为第二和第三类，如河钢 ABCP。

对于第二类产品，若在循环期内委托人无法提供足够的符合合格标准的资产，则会导致循环购买不足，基础资产现金流入对现金流出的覆盖倍数将缩小；若循环购买资产质量不佳，亦将影响基础资产回款情况。对于第三类产品，若第二期产品发行失败，则将对第一期产品的本息兑付产生不利影响；但相关产品均设置了基础资产提前到期或核心债务人补足等增信机制，实质上将续发失败风险转化为核心债务人的主体信用风险，考虑供应链资产

支持证券核心债务人经营财务实力较强，因续发失败导致第一期产品本息无法兑付的风险较小。

“N+N”型供应链金融产品通过交易结构安排缓释核心债务人信用风险和基础资产相关风险

2020年上半年，多单“N+N”型供应链金融产品发行，包括中信证券-平安证券-鑫创供应链金融第1期资产支持专项计划、平安证券-高新投-深圳大型民企暨中小微企业供应链金融1期资产支持专项计划等。此类产品在储架阶段尚未确定核心债务人，且基础资产可采取票据、非票据等多种形式。

对于核心债务人，交易文件中通常约定核心债务人主体级别不低于某一特定等级（如AA+）且限定核心债务人所属行业，从而保障产品信用质量。

对于票据类基础资产，由于ABS产品以质押控票而非直接背书受让该票据，不能排除供应商的债权人以供应商仍为票据记载的收款人或质押背书人而对已入池资产所涉商业汇票主张受偿的可能性，即在供应商作为被执行人进入法院强制执行程序或作为破产企业进入破产程序时，入池资产所涉票据存在被司法冻结或纳入破产财产的风险。此类产品通常将出现被提出执行申请，或被有权机关采取扣押、冻结等强制措施或执行措施情况的票据类资产纳入不合格基础资产，资产服务机构应对不合格资产予以赎回，从而保障基础资产质量。

（二）2020年下半年展望

区块链与供应链金融ABS的融合可解决基础资产真实性风险、核心企业信用难以在多级供应链之间传递等问题，预期2020

年下半年更多供应链金融产品将应用区块链技术

2020 年上半年，多单供应链金融产品应用了区块链技术，如中信证券-平安证券-鑫创供应链金融第 1 期资产支持专项计划、链鑫 2020 年度联捷第一期资产支持商业票据等。企业将其经营活动形成的各类应收款在区块链平台上进行签发登记，平台依托区块链技术分布式记账、智能合约和不可篡改的特性，确保资金流信息、票据凭证类信息以及物流信息真实可控，也为应收账款在一二三级供应商之间转让提供了技术基础。随着区块链技术的进步，预期 2020 年下半年将有更多的供应链金融产品应用区块链技术。

六、不动产 ABS 信用风险回顾与展望

不动产 ABS 按品种主要分为房地产投资信托基金 REITs 以及商业房地产抵押贷款支持证券 CMBS/CMBN。不动产 ABS 有助于产权人盘活存量资产，同时将偿债来源锁定为物业产生的现金流，偿债来源明确，更易获得投资人认可。基于上述优势，近年来，商业不动产 ABS 市场逐渐繁荣，发行单数及规模增长较快。

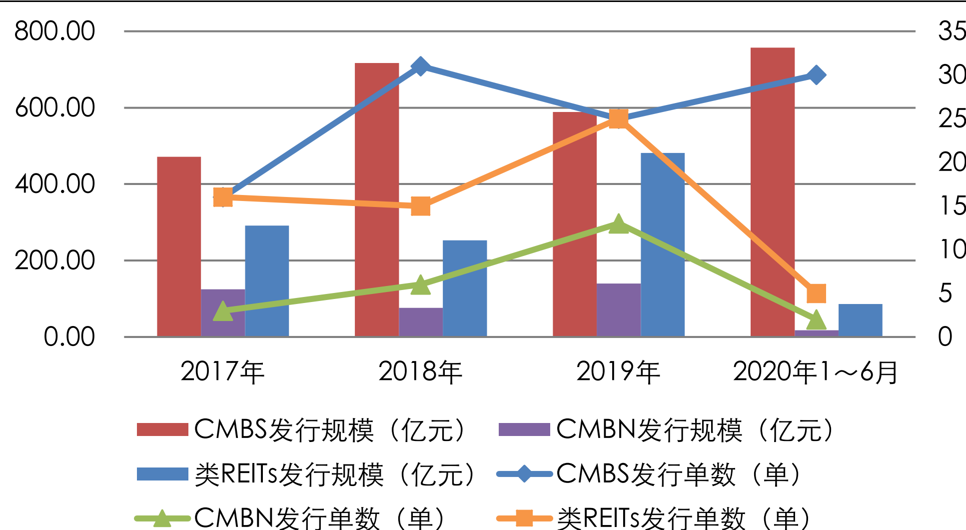
（一）2020 年上半年信用风险回顾

新冠肺炎疫情爆发导致国内商业地产市场短期供求承压，房企融资需求上升和金融市场流动性充裕带动不动产 ABS 产品发行规模同比大幅增加，预计未来房企发行不动产 ABS 产品进行融资的需求仍将保持旺盛

2020 年上半年，在新冠肺炎疫情的影响下，我国宏观经济受到明显冲击，商业地产短期市场供求承压。其中，2020 年 1-5 月，全国商业营业用房新开工面积为 5590.84 万平方米，同比下

降 16.14%；全国商业营业用房销售面积为 2577.16 万平方米，同比下降 21.74%，降幅较 2019 年同期扩大 8.88 个百分点。同期，全国办公楼新开工面积 2172.86 万平方米，同比下降 11.36%；全国办公楼销售面积为 916.62 万平方米，同比下降 26.71%，降幅较 2019 年同期扩大 14.53 个百分点。

图表 35：2017 年-2019 年及 2020 年 1-6 月不动产 ABS 产品发行概况



数据来源：Wind、CNABS，东方金诚整理

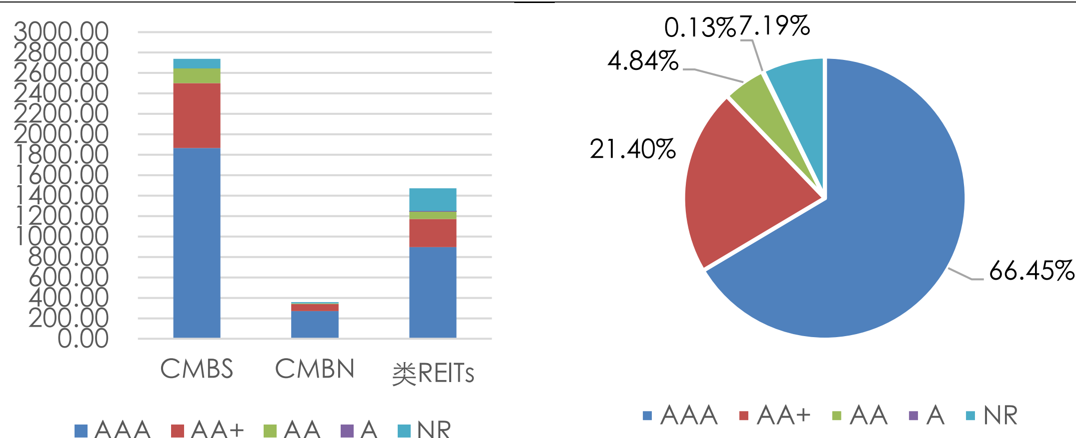
不动产 ABS 发行方面，一方面，国内新冠肺炎疫情爆发，房地产企业销售计划不能如期展开，导致房地产企业现金流持续紧张；另一方面，为满足经济恢复发展的资金需求，2020 年上半年，国内金融环境保持相对宽松，流动性较为充裕，上述因素导致国内房地产企业发行不动产 ABS 产品融资的热情持续高涨。2020 年 1-6 月，全市场共发行不动产 ABS 产品 37 单，规模合计 860.63 亿元，较 2019 年同期分别增长 32.14%和 64.56%，其中，CMBS 产品发行量同比 2019 年全年增长 28.54%。总体来说，2020 年下半年，伴随企业复工复产，预计商业物业需求将逐步恢复并保持相对稳步发展；短期内受新冠肺炎疫情变化影响，房地产企

业开发及销售活动的正常开展还存在较多的不确定性因素，仍将面临较大的经营压力，因此，房地产企业发行不动产 ABS 产品进行融资的需求仍将保持旺盛。

不动产 ABS 产品整体信用质量较高，产品信用更依赖物业运营情况及物业增值的类 REITs 产品权益级占比相对较高

已发行的不动产类 ABS 产品中，按照发行规模来看，CMBS、CMBN 及类 REITs 产品债项级别在 AA+（含）以上的比例分别为 91.28%、94.95%和 79.71%，产品整体信用质量较高。从次级/权益级占比来看，相较于 CMBS 和 CMBN 产品，类 REITs 产品更依赖物业的运营情况及物业增值，产品权益级占比设置仍相对较高。

图表 36：截至 2020 年 6 月末，不动产 ABS 产品级别分布概况（单位：亿元）



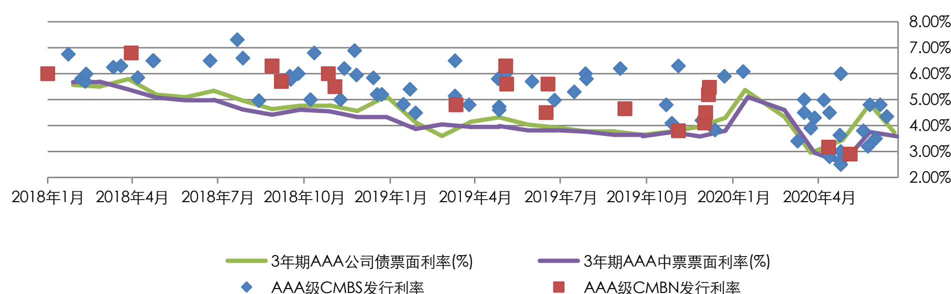
数据来源：Wind、CNABS，东方金诚整理

受原始权益人信用水平及标的物业差异影响，CMBS/CMBN 产品发行利率波动较大，发行利率整体高于同期限同信用等级债券产品

不动产 ABS 以标的物业在专项计划/信托计划存续期间的未来现金流入作为还款来源，受目前我国不动产租售比普遍偏低影响，产品期限一般较长（多数在 12-18 年之间）且不尽相同。为

了便于销售，通常设置有 3 年 1 次的退出开放期，同时引入强信用主体提供差额支付或流动性支持，以缓释集中兑付引发的流动性风险。2018 年以来，CMBS/CMBN 发行利率整体高于 3 年期同信用等级债券产品，主要原因是 CMBS/CMBN 产品发展时间较短，仍需经历一定时间的市场检验；同时，CMBS/CMBN 产品的二级市场交易尚不活跃，由此产生一定的流动性溢价。CMBS/CMBN 产品发行利率波动也较大，主要原因是 CMBS/CMBN 产品无法实现正式破产隔离，原始权益人信用水平差异往往对 CMBS/CMBN 发行利率产生较大影响；同时，标的物业所处区域及物业的运营情况对发行利率也会有一定的影响。2020 年上半年，为刺激经济发展，金融环境较为宽松，产品发行利率同比大幅下降。

图表 37：2018 年以来 CMBS/CMBN 产品发行利率情况[7]



数据来源：Wind，东方金诚整理

受新冠肺炎疫情影响，2020 年上半年，大部分全国主要城市优质零售物业首层租金价格小幅下滑，空置率小幅上行，城市间写字楼表现分化较大，写字楼租金降幅相对较小，仓储物流租金上升趋势良好；预计 2020 年下半年，零售物业租金将会有所回暖，但仍需警惕部分二线城市写字楼空置风险

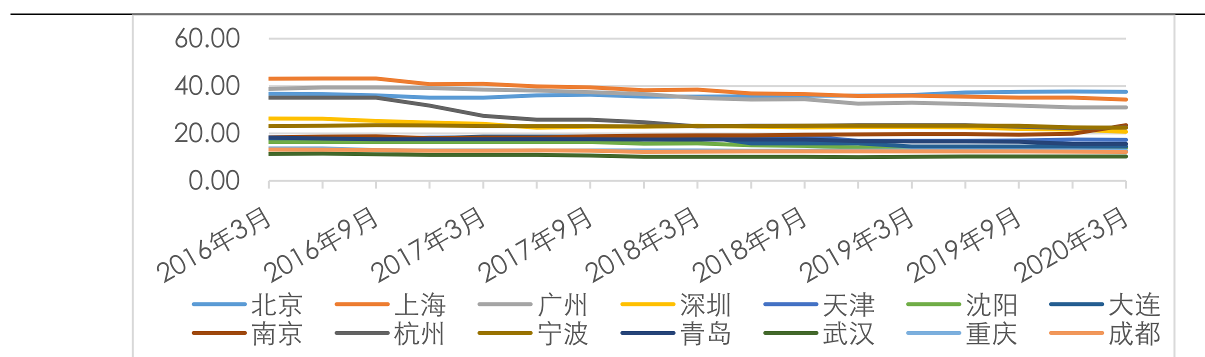
[7] 类 REITs 产品发行利率受标的物业运营情况及物业增值影响较大，且偏股型和偏债型类 REITs 间利率也存在较大差异，本文仅对 AAA 级 CMBS/CMBN 与 3 年期同信用等级债券发行利率进行了对比分析。

不动产 ABS 的标的物业，根据面向客户对象不同可以大体划分为零售物业、写字楼、仓储物流、公寓及酒店等业态。受经济下行及电商冲击等因素影响，2017 年以来，除北京和南京优质零售物业首层租金价格有小幅增长外，国内其他主要城市[8]优质零售物业首层租金出现不同程度下滑。受益于良好的区域经济环境及较高的人均收入，一线城市、杭州、南京及宁波等地区优质零售物业租金表现优于其他城市。2019 年末，北京、上海和广州分别以平均租金[9]37.70 元/天/平方米、35.10 元/天/平方米和 31.00 元/天/平方米位居全国前三位，因邻近香港，受分流影响，深圳优质零售物业首层租金为 21.60 元/天/平方米，位居全国第六位。同期末，宁波和杭州分别以 22.60 元/天/平方米和 22.20 元/天/平方米位居二线城市前两位，其余二线城市平均租金均未超过 20.00 元/天/平方米。

新冠肺炎疫情爆发，为缓解租户的经营压力，全国各地商业物业运营企业纷纷采取免租、减租等方式给予租户一定的优惠，2020 年 3 月末，除南京和杭州外，全国其他主要城市优质零售物业首层租金较 2019 年末均有所下降，其中，深圳、上海租金价格分别下降 0.9 元/天/平方米和 0.8 元/天/平方米，降幅较大。同期末，南京及杭州平均租金受新冠肺炎疫情影响较小，区域优惠政策与商场促销活动的结合短期内显著刺激消费回暖，平均租金较 2019 年末小幅增长。

[8] 全国主要城市包括北京、上海、广州、深圳、南京、宁波、杭州、成都、重庆、大连、沈阳、青岛、武汉及天津共 14 个城市（下同）。
[9] 平均租金系指 2017 年-2019 年三年租金平均数。

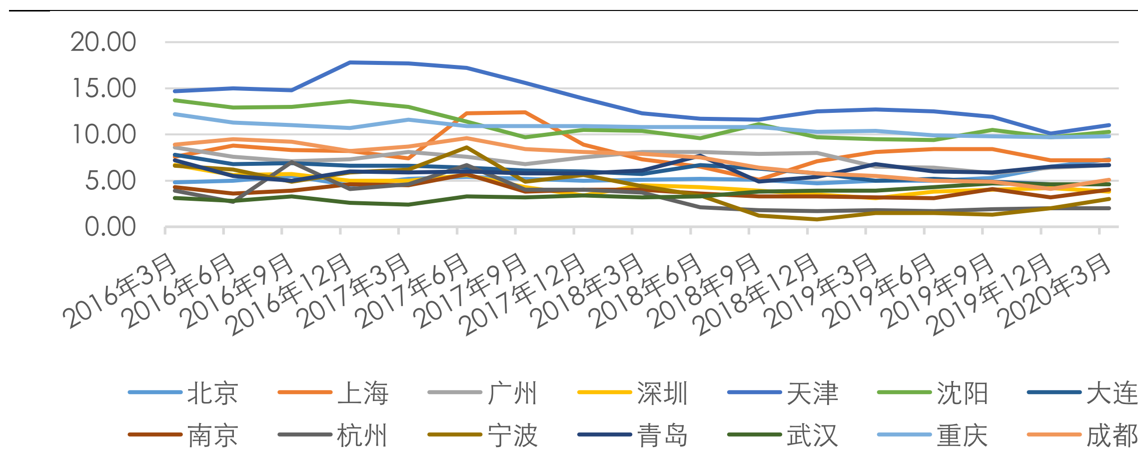
图表 38：全国主要城市优质零售物业首层租金水平(单位：元/天/平方米)



数据来源：Wind，东方金诚整理

近年来，全国主要城市优质零售物业空置率处于较低水平，其中，杭州、宁波和武汉表现较为抢眼，2017 年-2019 年，平均空置率分别为 3.00%、3.45%和 3.67%。2020 年一季度，新冠肺炎疫情的爆发，居民外出及消费受到限制，部分优质零售物业租户经营受到影响导致退租，截至 2020 年 3 月末，除深圳市优质零售物业空置率小幅下降外，其余全国主要城市优质零售物业空置率均较 2019 年末有所上升，其中，成都、宁波、天津、南京和北京的优质零售物业空置率较 2019 年末分别上升 1%、1%、0.9%、0.8%和 0.8%。

图表 39：2016 年以来全国主要城市优质零售物业空置水平(单位：%)

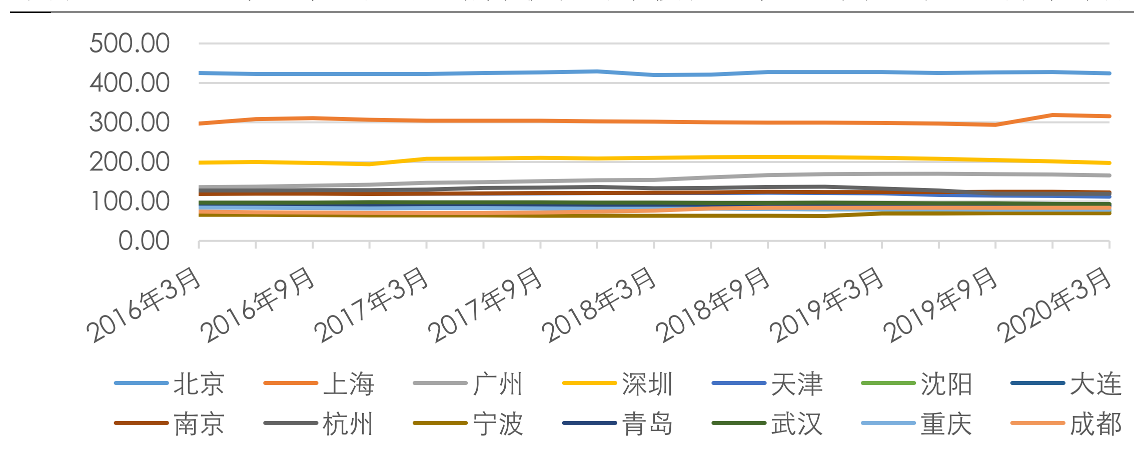


数据来源：Wind，东方金诚整理

因写字楼的地区聚集效应更为显著，各城市间优质写字楼租

金存在较大差异。国企、央企总部多位于北京，得益于总部经济效应，北京地区优质写字楼租金与其它一线城市拉开较大距离。2020 年 3 月末，北京优质写字楼租金为 424.40 元/平方米/月，每月每平米高出第二位的上海 108.46 元，广州写字楼租金为 166.10 元/平方米/月，位于一线城市末位。二线城市方面，受益于长三角一体化背景下南京与杭州都市圈协调联动的强化，杭州和南京优质写字楼租金较高，2020 年 3 月末，南京、杭州和天津分别以 122.70 元/平方米/月、119.30 元/平方米/月和 111.90 元/平方米/月，位居二线城市前三位，其余二线城市每平方米月租金均不超过 100 元。同期末，受新冠肺炎疫情影响，全国主要城市写字楼租金也普遍下降，但相较于零售物业租金来说，降幅较小。

图表 40：2016 年以来全国主要城市优质写字楼租金水平（单位：元/平方米/月）

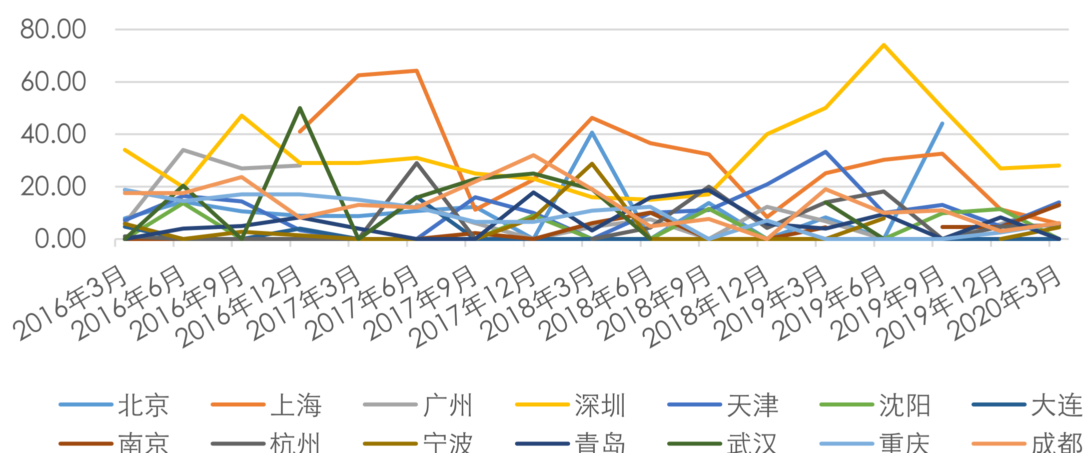


数据来源：Wind，东方金诚整理

空置率方面，2017 年以来，一线城市中，广州近年来写字楼新增供应增长较为平稳，有限供应下有利于去化，优质写字楼空置率一致处于较低水平。深圳累计新增写字楼供应面积一直位居一线城市之首，优质写字楼供过于求特征凸显，受此影响，近年来空置率大幅提高。其余一线城市优质写字楼空置率整体呈增

长趋势，但明显好于二线城市。2020 年 3 月末，一线城市方面，最低仍为广州的 6.80%，最高为深圳的 21.20%，受新冠肺炎疫情影响，一线城市写字楼空置率均小幅增加。

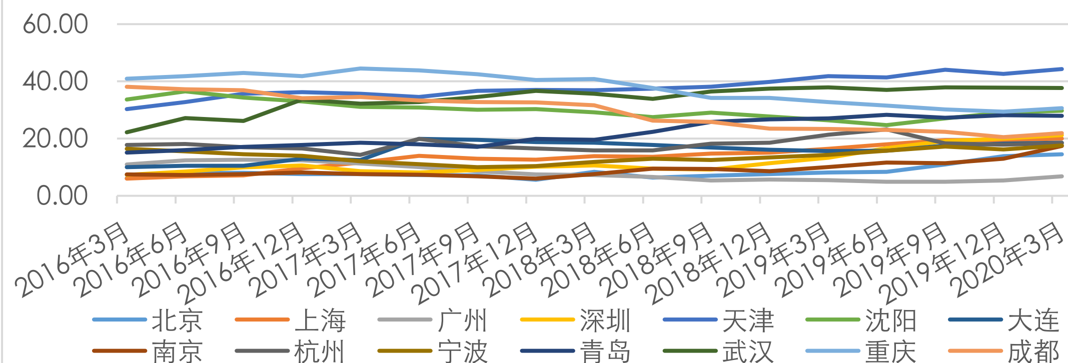
图表 41：2016 年以来全国主要城市新增优质写字楼情况（单位：万平方米）



数据来源：Wind，东方金诚整理

二线城市方面，近三年来，南京和青岛的空置率增长较快，但整体来说，长三角区域的南京、杭州及宁波空置率仍处于较低水平，天津、武汉及重庆空置率一直较高。截至 2020 年 3 月末，二线城市中，南京写字楼空置率仍最低为 17.40%，最高为天津的 44.30%。2017 年以来，受新增写字楼供给较大、区域经济增长放缓等因素影响，天津写字楼空置率持续处于高位；此外，武汉、重庆写字楼空置率近三年也均在 30.00%以上。

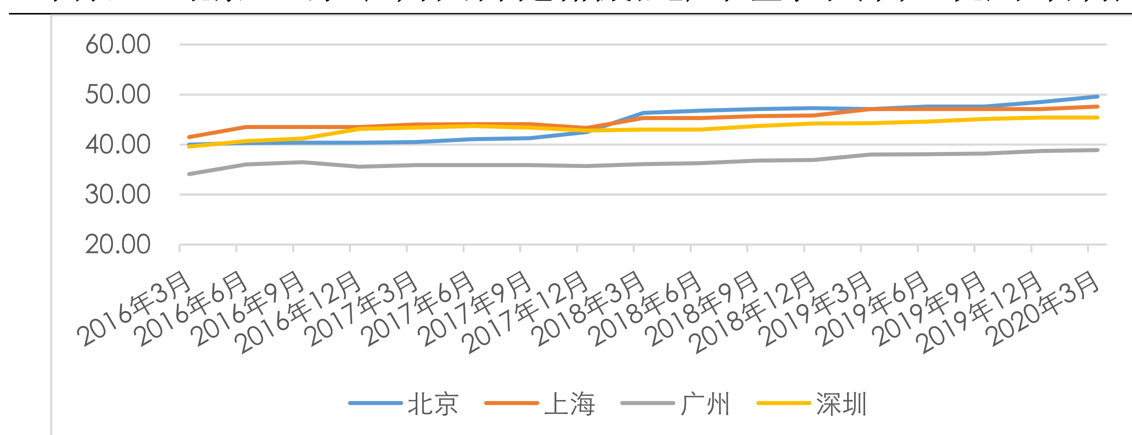
图表 42：2016 年以来全国主要城市优质写字楼空置水平（单位：%）



数据来源：Wind，东方金诚整理

2017 年以来，一线城市仓储物流地产租金逐年增长，北京仓储物流地产租金增长速度最快，年均复合增长率[10]达到 6.28%。2020 年 3 月末，北京、上海、广州和深圳仓储物流地产租金分别为 49.60 元/平米/月、47.60 元/平米/月、38.90 元/平米/月和 45.40 元/平米/月，整体差异较小。受益于新冠肺炎疫情期间对抗疫物资运输及线上消费需求的增长，2020 年以来，一线城市仓储物流地产租金较 2019 年末均小幅增加。

图表 43：北京、上海、广州和深圳仓储物流地产租金水平（单位：元/平米/月）



综上所述，新冠肺炎疫情的爆发，对全国优质零售物业的影响较为明显；各城市优质写字楼物业受影响较小，但部分二线城市写字楼空置率较高；仓储物流地产租金水平仍保持良好上升趋势。

预计 2020 年下半年，随着政策刺激及线下消费的恢复，预计零售物业租金价格将会有所回暖，空置率将有所下降；写字楼方面，宏观经济仍面临一定挑战，受新冠肺炎疫情影响较大的企业经营活动恢复预计需要一定时间，未来写字楼物业空置风险依然较大，尤其仍需警惕新冠肺炎疫情后部分二线城市写字楼空置风险；随着仓储物流物业租金水平保持上升，相关物业风险水平

---

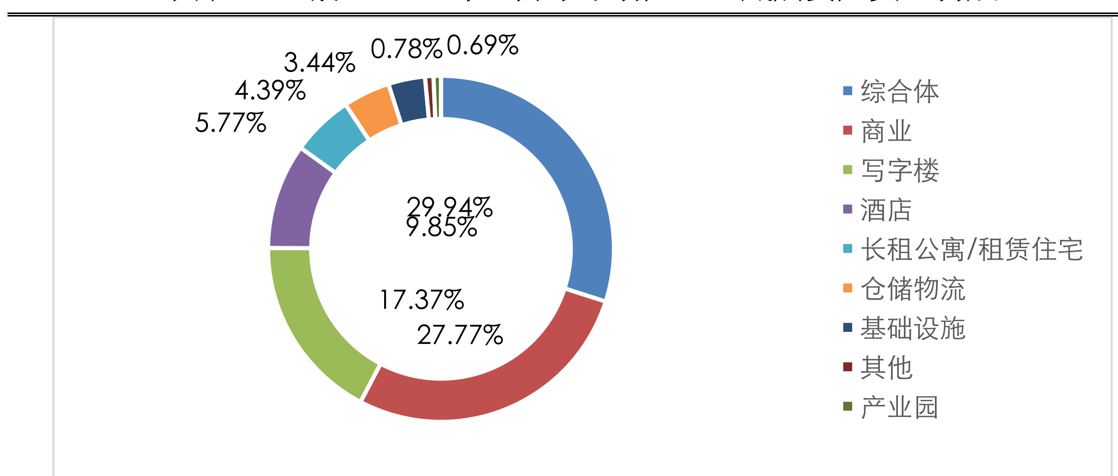
[10] 系指 2016 年-2019 年末三年期间。

将进一步下降。

新兴业态不动产 ABS 发展较快，基础设施领域 REITs 试点工作逐步开展，未来公募 REITs 市场发展空间广阔

据统计，已发行的不动产 ABS 产品底层资产业态类型仍以综合体、商业、写字楼、酒店等及长租公寓/租赁住宅为主，截至 2020 年 6 月末，以上述业态为底层资产的不动产 ABS 项目发行规模累计达 4143.82 亿元，占比为 90.70%。2020 年上半年，长租公寓/租赁住房、仓储物流、产业园及基础设施类等新兴业态不动产 ABS 继续保持较快发展，相较于 2019 年末，发行规模占比均有所提高。

图表 44：截至 2020 年 6 月末不动产 ABS 底层资产类型构成



数据来源：Wind、CNABS，东方金诚整理

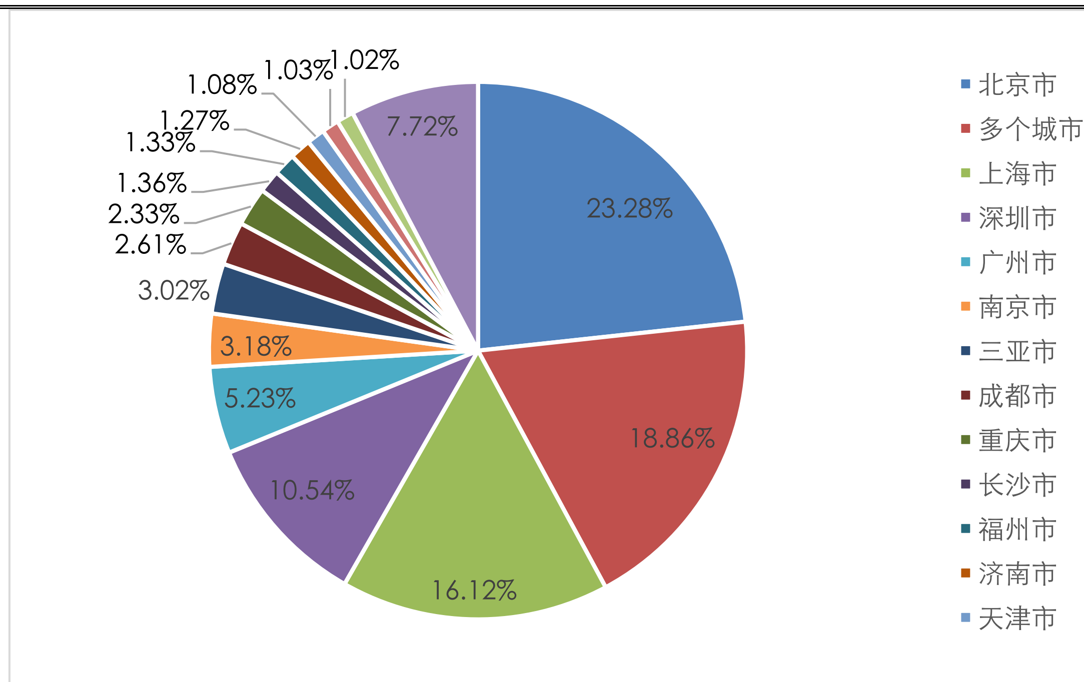
2020 年 4 月 30 日，证监会和国家发改委联合发布《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》，发展基础设施 REITs，能够有效盘活存量资产，通过激活规模庞大的存量基建投资，启动新的基建投资；同时，拓宽社会资本投资渠道，提升直接融资比重，增强资本市场服务实体经济质效。对短期内应对疫情冲击下的经济下滑和长期的激活市场

活力及丰富多层次资本市场都具有重大意义。因基础资产准入条件较为严格，符合公募 REITs 产品要求的产权清晰、现金流能力强的基础资产现价段仍较为有限，项目实际落地还需要一段时间，但随着基础设施 REITs 试点工作的不断开展，配套的法律及税收细则等的逐步完善，未来公募 REITs 市场发展空间十分广阔。

底层物业主要分布于人口聚集度高、经济增速快，区位优势明显的一、二线城市核心地段，该区域商业物业处置价值较高，保值性较强

截至 2020 年 6 月末，除单个项目底层资产分布在多个城市的情况外，不动产 ABS 产品发行规模前五大的城市分别为北京市、上海市、深圳市、广州市和南京市，发行规模占比为 58.36%，规模占比较 2019 年末变化不大。除此之外，其他不动产 ABS 项目底层物业资产分布较广的区域为三亚、成都、重庆、长沙和福州等城市。2020 年上半年，新发行 3 单位于三亚市以酒店为底层资产的 CMBS 项目，带动三亚市不动产 ABS 产品发行规模占比同比大幅提高至 3.02%；2020 年 6 月 12 日，底层资产位于清远市的首单桥梁基础设施类 REITs 产品成功发行，清远市不动产 ABS 产品发行规模占比至 1.03%。其他主要不动产 ABS 产品底层资产区域未发生较大变化，预计未来，单一规模较大 ABS 产品的发行可能导致部分底层资产区域发生一定变化，但主流城市仍以北上广深等一线城市为主。

图表 45：截至 2020 年 6 月末不动产 ABS 产品底层物业区域分布



数据来源：Wind、CNABS，东方金诚整理

综上所述，因一、二线城市核心地段人口聚集度高，经济增速快，区位优势明显，一定程度上保障了其物业的处置价值，增强了产品的增信效力，预计未来底层物业仍主要分布于此类区域。

（二）2020 年下半年展望

预计 2020 年下半年零售物业租金价格下滑情况随疫情缓解将逐步回暖，需警惕部分二线城市写字楼空置风险，仓储物流物业需求将保持较快提速

由于新冠肺炎疫情影响，2020 年上半年，零售物业受电商冲击较大，因减免租安排各地租金价格水平出现不同程度下滑，空置率则普遍小幅升高，预计下半年零售物业租金价格及空置率受到的影响仍将持续一段时间，但将逐步回暖趋近合理水平；因写字楼地区聚集效应更为显著，加之城市间产业结构及经济增速存在一定差异，空置风险或将进一步拉大，同时部分中小企业因疫情导致的经营压力加大，或辐射至对写字楼的需求减弱，仍需

警惕部分二线城市写字楼空置风险；随着仓储物流及电商的需求提速，仓储物流物业租金水平随之提升，相关物业风险水平将进一步下降。

基础设施公募 REITs 试点正式启动，长期内基础设施类不动产 ABS 的发展可期

2020 年上半年，商业不动产 ABS 底层物业中零售物业、写字楼、物流仓储、长租公寓等较为平均，业态类型分布趋于稳定。2020 年 4 月 30 日，基础设施领域的公募 REITs 试点工作正式启动，随着基础设施公募 REITs 的推出，虽然在税收、资产期限及资产价值衡量等方面可能面临一定挑战，但随着基础设施 REITs 试点工作的不断开展，配套的法律及税收细则等的逐步完善，较为严格的基础资产准入条件有利于保障产品的安全，长期内基础设施类不动产 ABS 的发展可期。

底层物业区域分布仍以主流一二线核心城市为主，同时多物业组合作为底层资产的产品数量仍将保持增长

因一、二线城市核心地段人口聚集度高，经济增速快，区位优势明显，一定程度上保障了其物业的处置价值，增强了产品的增信效力，2020 年下半年，底层物业仍将主要分布于此类区域。同时，已发行的不动产 ABS 产品中，以多个物业资产组合作为底层资产的项目逐渐增加，但相较于单个物业入池其价值变动对整个项目影响较大，多个物业组合入池不仅可以增加发行规模，还可以有效降低项目的集中度风险，预计未来，随着不动产 ABS 持续扩容，以多个不动产资产组合作为底层资产的 ABS 项目数量将保持增加。

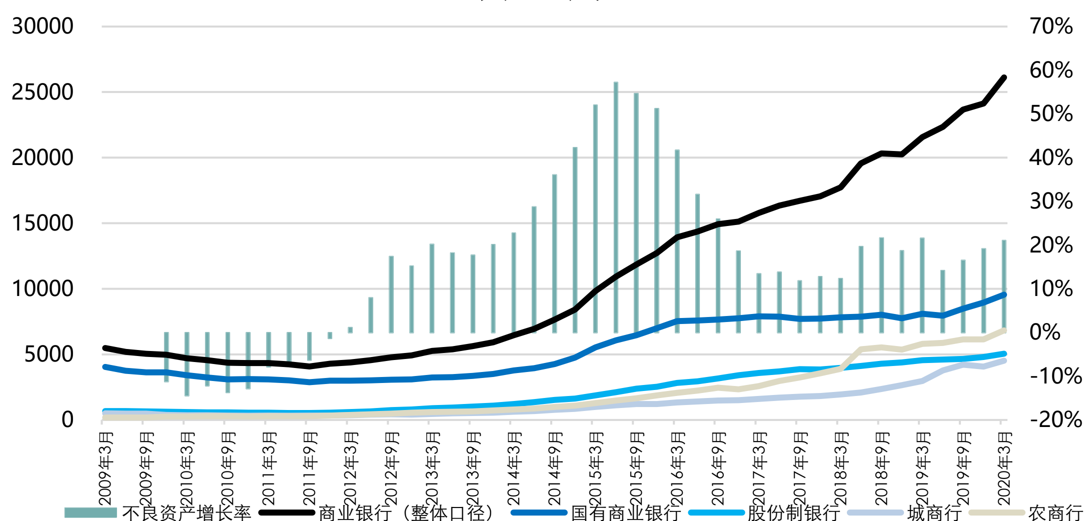
七、不良贷款 ABS 信用风险回顾与展望

（一）2020 年上半年信用风险回顾

受疫情影响，商业银行不良资产规模继续高速增长

受新冠肺炎疫情影响，2020 年上半年我国宏观经济承压加剧，交通运输、住宿餐饮、旅游等第三产业受到明显冲击，中小企业的生存压力进一步加剧，同时银行不良贷款规模及增速均有所增长。从不良贷款规模和趋势来看，截至 2020 年 3 月末，商业银行不良贷款余额 2.61 万亿元，同比增长 21.09%，商业银行不良资产规模较大且持续高速增长。近三年不良贷款余额的年化复合增长率为 16.88%，高于 2019 年国内贷款余额增速 12.30%。另一方面，截至 2020 年 3 月末，商业银行关注类贷款余额 4.05 万亿元，考虑到信用风险的进一步传导和暴露，银行业关注类贷款或进一步向下迁移，进一步消耗银行资本并挤压利润。

图表 46：2009 年-2020 年一季度末商业银行不良贷款余额与增长率（单位：亿元）



资料来源：Wind 资讯，东方金诚整理

2020 年上半年 NPLS 新发行量继续维持低位，NPLS 突破了零售类不良资产批量转让的障碍，零售类 NPLS 成为发行主力

我国不良资产证券化目前仍处于试点阶段，发行量相对较低。截至 2020 年 6 月末，市场累计发行不良资产支持证券 114 单[11]，累计发行规模 784.21 亿元，基础资产种类涵盖不良类公司贷款、信用卡贷款、个人经营性贷款、个人消费贷款及个人抵押贷款等多个领域[12]。2020 年上半年，市场共发行 NPLS 产品 14 单，合计规模 62.05 亿元，均为零售类 NPLS。

近两年不良资产证券化以零售类 NPLS[13]为主，公司贷款 NPLS 发行量断崖式下跌，主要系对公类 NPLS 通常涉及较复杂的法律尽调、抵押物估值，且抵押物处置回收受各地经济、政策和司法环境差异影响，导致公司贷款 NPLS 发行效率较低。与此同时，第二轮试点之前，个人贷款类不良资产[14]不得进行批量转让，随着第二轮试点开放，多家银行以不良类个人经营性贷款、个人住房抵押贷款、个人消费贷及信用卡贷款等基础资产在市场成功发行 NPLS，突破了以往零售类不良资产难以批量转让的障碍，为银行处置零售类不良资产开辟了新的渠道。

图表 47：已发行 NPLS 产品类型统计（单位：亿元、%）

期间	公司贷款		个人抵押贷款		信用卡		合计	
	发行规模	数量	发行规模	数量	发行规模	数量	发行规模	数量
2006 年-2008 年	134.15	4	-	-	-	-	134.15	4
2016 年	79.82	7	65.70	4	10.58	3	156.10	14
2017 年	19.65	3	82.29	6	27.67	10	129.61	19
2018 年	6.25	2	97.27	13	55.29	19	158.80	34
2019 年	-	-	74.47	7	69.02	22	143.49	29
2020 年 6 月	-	-	34.50	1	27.55	13	62.05	14
合计	**239.87**	**16**	**354.23**	**31**	**190.11**	**67**	**784.21**	**114**

[11] 含由东方资管与信达资管 2006 年~2008 年发行的三单 NPLS 产品。

[12] 方便归类起见，东方金诚将消费贷款 NPLS 并入信用卡贷款 NPLS，个人经营性贷款 NPLS 并入个人抵押贷款 NPLS。

[13] 零售类 NPLS 基础资产类型包含信用卡和个人抵押贷款。

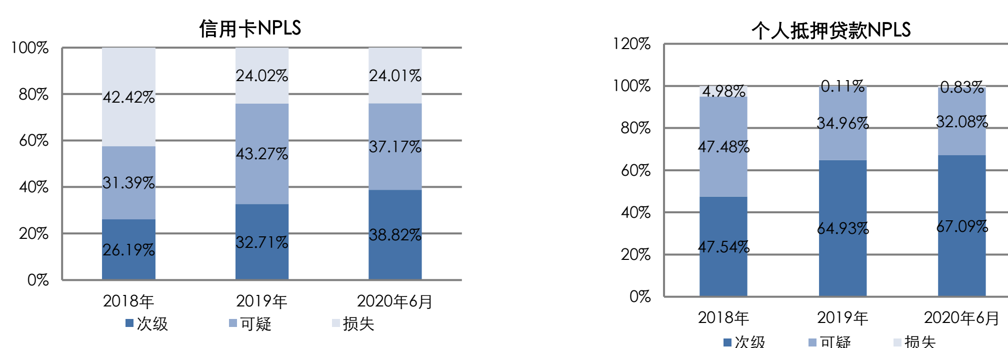
[14] 2012 年，财政部、银监会发布《金融企业不良资产批量转让管理办法》，其中规定了个人贷款类不良资产不得进行批量转让，其中个人贷款类资产包括向个人发放的购房贷款、购车贷款、教育助学贷款、信用卡透支、其他消费贷款等以个人为借款主体的各类贷款。

数据来源：CNABS，东方金诚整理

个人抵押贷款 NPLS 基础资产加权平均逾期期限有所增长，产品层面的回收时间将更为前置；信用卡类 NPLS 基础资产加权平均逾期期限则明显缩短，预期回收率有所提升

2020 年上半年，新发行产品均为零售类 NPLS。其中，个人抵押贷款 NPLS 对应基础资产仍以次级和可疑类为主；信用卡类 NPLS 基础资产分布于次级、可疑和损失类；NPLS 基础资产分类及占比较 2019 年产品相比变化不大。

图表 48：信用卡和个人抵押贷款 NPLS 五级分类占比及对比

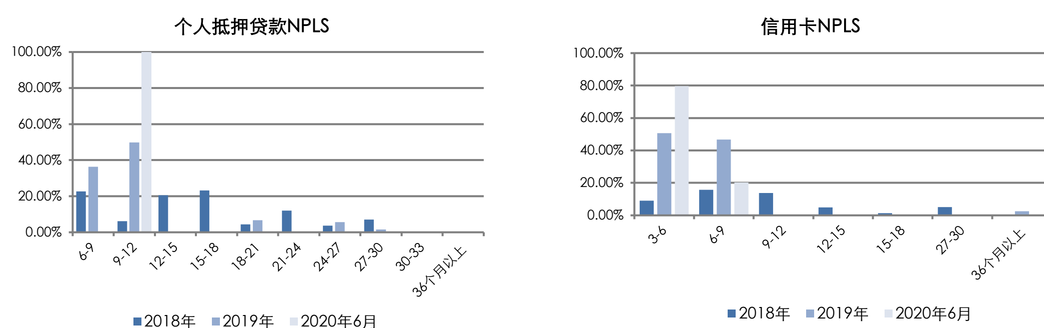


资料来源：计划说明书，东方金诚整理

从逾期期限分布来看，2020 年上半年发行产品基础资产加权平均逾期期限为 6.83 个月，较 2019 年的 8.24 个月明显缩短。对于主要通过司法清收的个人抵押不良贷款而言，处置时间较长，平均耗时在二至三年。在合理时间范围内，更长的逾期期限往往意味着更为前置的清收进程（清收进程的前移或取得阶段性进展），个人抵押贷款 NPLS 基础资产加权平均逾期期限为 12.60 个月较 2019 年的 11.76 个月有所增长，意味着产品层面的回收时间将更为前置。与个人抵押不良贷款不同，信用卡类不良资产主要依靠贷后催收方式实现清收，没有可执行担保物。各家银行信用卡不良资产历史回收数据表明，随着逾期时间的拉长，边际回

收率下降速度越快。信用卡不良资产清收主要集中在成为不良贷款后的前 12 个月。2020 年上半年，发行的信用卡 NPLS 的基础资产加权平均逾期期限为 5.52 个月，较 2019 年的 7.50 个月明细缩短，逾期期限的缩短对预期回收率形成正面影响。

图表 49：各细分类型 NPLS 基础资产逾期时间分布（单位：月）

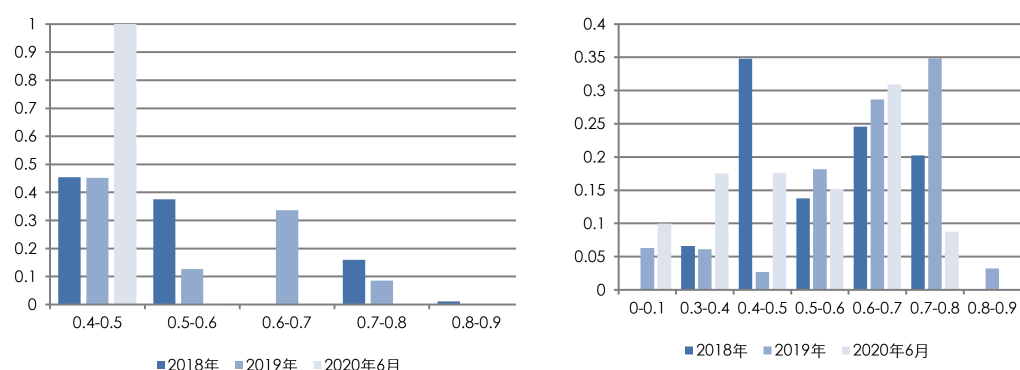


资料来源：计划说明书，东方金诚整理

个人抵押贷款类 NPLS 基础资产主要分布于中部地区，受特定地区经济、政策和司法环境差异影响，或将出现地域分化

2020 年上半年，发行的个人抵押贷款 NPLS 地区集中度[15]为 42.40%，区域集中度风险较高。信用卡类 NPLS 地区集中度较为分散，考虑到该类基础资产的处置回收受地域性因素较小，产品地区集中度风险可控。

图表 50：个人抵押贷款 NPLS 和信用卡 NPLS 地区集中度分布



资料来源：计划说明书，东方金诚整理

[15] 地区集中度代指前五大地区集中度，下同。

个人抵押贷款 NPLS 基础资产地区分布仍主要分布于中部地区。鉴于各地经济环境、政策环境和司法环境完善程度等存在差异，加之我国房地产市场总体下行、区域市场分化加剧，各地抵押物价值及变现能力差异预计进一步扩大。

图表 51：个人抵押贷款 NPLS 基础资产区域分布情况（单位：%）

序号	2020 年上半年发行产品		2019 年发行产品	
	前十大省份	未偿本息余额占比	前十大省份	未偿本息余额占比
1	广东省	19.46	广东省	18.20
2	河北省	7.77	辽宁省	10.40
3	湖北省	7.01	河北省	9.76
4	辽宁省	6.36	山东省	5.50
5	河南省	5.93	湖南省	4.38
6	山东省	5.60	湖北省	4.30
7	安徽省	5.09	四川省	4.17
8	湖南省	4.90	重庆市	3.19
9	陕西省	4.84	安徽省	3.03
10	-	-	福建省	3.01
合计	**66.96**		**65.95**	

资料来源：计划说明书，东方金诚整理

信用卡 NPLS 基础资产仍聚集在东南部沿海发达省份，该片地区经济环境活跃，政策环境和司法环境相对健全，有利于不良资产的清收。

图表 52：信用卡 NPLS 基础资产区域分布情况（单位：%）

序号	2020 年上半年发行产品		2019 年发行产品	
	前十大省份	未偿本息余额占比	前十大省份	未偿本息余额占比
1	广东省	15.86	广东省	15.20
2	浙江省	5.91	浙江省	6.01
3	江苏省	5.18	江苏省	5.67
4	福建省	5.15	福建省	5.02
5	山东省	5.14	湖北省	4.79
6	河南省	4.64	河南省	4.48
7	湖北省	2.83	山东省	4.24
8	北京市	2.49	辽宁省	1.53
9	上海市	1.37	上海市	1.51
10	广西壮族自治区	1.25	四川省	1.46
合计	**49.82**		**49.91**	

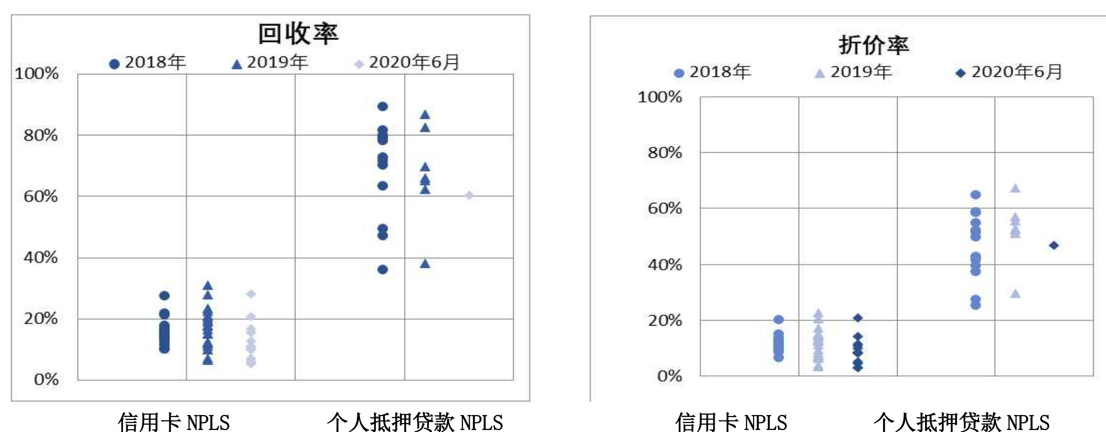
资料来源：计划说明书，东方金诚整理

信用卡 NPLS 折价率和回收率略有增加，个人抵押贷款类 NPLS 的抵押物加权平均抵押回收率和抵押率均明显下滑

NPLS 产品依据估值折价买入基础资产，因而发行规模相对基础资产未偿本息存在大幅折价。整体折价率[16]方面，信用卡 NPLS 折价率一般在 8%-18%之间，折价率很低；个人抵押贷款 NPLS 折价率最高，折价率大多分布于 40%-60%之间。2020 年上半年发行的产品中，信用卡 NPLS 平均折价率为 11.41%，较 2019 年增加 0.53 个百分点；个人抵押贷款 NPLS 平均折价率为 46.89%，较 2019 年下降 6.27 个百分点。

回收率方面，由于没有可供执行的抵质押物和保证担保人，信用卡类 NPLS 整体预期回收率[17]较低，且其回收时间集中于前 12 个月，随着逾期时间拉长边际回收率快速下降。2020 年上半年，信用卡 NPLS 平均预期回收率为 15.44%，较 2019 年上升 1.36 个百分点；零售类 NPLS 预期回收率为 60.12%，较 2019 年变化不大。

图表 53：2018 年-2020 年上半年 NPLS 回收率及折价率

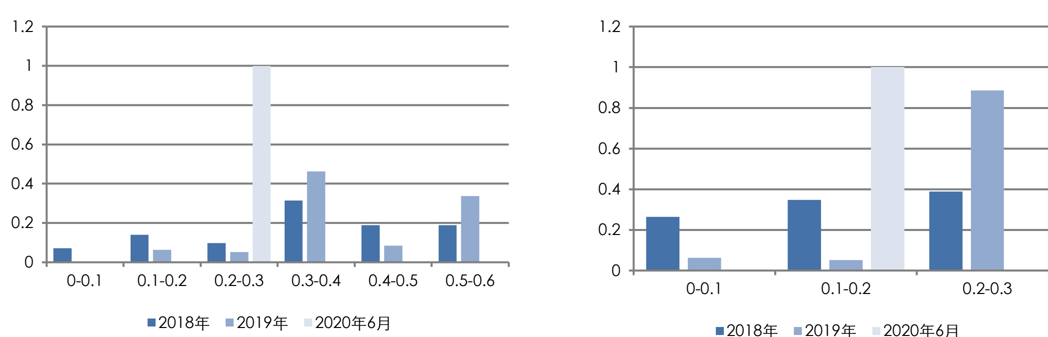


资料来源：计划说明书，东方金诚整理

[16] 折价率=发行规模/封包日资产池未偿本息费余额。
[17] 回收率=预计回收金额/封包日资产池未偿本息费余额。

个人抵押贷款 NPLS 借款人为个人或个人经营的小微企业，抗辩能力较弱，且基础资产全部附抵押物（住宅或商铺），变现能力相对较强、处置难度相对较低、整体预期回收率高。2020 年上半年，市场仅发行 1 单个人抵押贷款类 NPLS，其抵押物加权平均抵押回收率为 23.74%，较 2019 年下降 14.47 个百分点，抵押率为 14.76%，较 2019 年下降 6.86 个百分点。

图表 54：个人抵押贷款 NPLS 抵押回收率[18]及抵押率[19]分布



资料来源：计划说明书，东方金诚整理

个人抵押贷款 NPLS 优先级比例有所增长，零售类 NPLS 的优先级覆盖倍数保持稳定

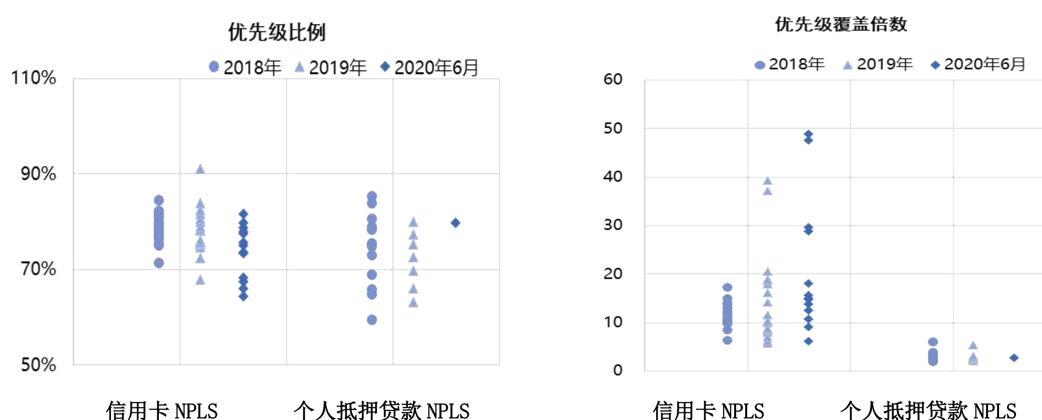
截至 2020 年 6 月末，已发行 NPLS 产品分层较为简单，仅按优先/劣后偿付顺序分为优先级和次级资产支持证券，且优先级资产支持证券均获得 AAAsf 信用级别。优先级比例方面，2020 年上半年，信用卡 NPLS 的平均优先级比例为 75.97%，较 2019 年下降 2.26 个百分点；个人抵押贷款 NPLS 的优先级比例为 79.71%，较 2019 年上升 8.62 个百分点。

优先级规模是在预期期限内在估值折现的基础上进行 AAAsf 级证券的估值波动压力测试后确定的，因此优先级证券规模相对

[18] 抵押物回收率=预计回收金额/封包日抵押物价值。
[19] 抵押率=优先级资产支持证券本金/封包日抵押物价值。

基础资产整体回收估值存在进一步的折价。从优先级覆盖倍数[20]上看，2020 年上半年，信用卡 NPLS 的平均覆盖倍数为 10.70 倍，个人抵押贷款 NPLS 的覆盖倍数为 2.68 倍，与 2019 年基本持平，其中个人抵押贷款 NPLS 的覆盖倍数远低于信用卡 NPLS，主要系其存在流动性较强的抵押物担保。

图表 55：2018 年-2020 年上半年 NPLS 优先级比例及优先级覆盖倍数



资料来源：计划说明书，东方金诚整理

（二）2020 年下半年展望

受疫情影响，零售类不良资产预计将有所增长，零售类 NPLS 作为商业银行批量处置不良资产的主要渠道，预计其发行量将持续增长

2020 年以来，受疫情影响，全球经济均遭遇不同程度的冲击。截至 2020 年一季度，我国失业率 3.66%，较 2019 年末有所增加，全国居民人均可支配收入 8561 元，扣除价格因素实际下降 3.9%。失业率的增加及居民实际收入的下降导致借款人还款能力承压，预计零售类不良资产未来将有所增长。

零售类 NPLS 突破了零售类不良资产难以批量处置的障碍，同时零售类信贷资产单笔金额小，作为 NPLS 基础资产分散性较

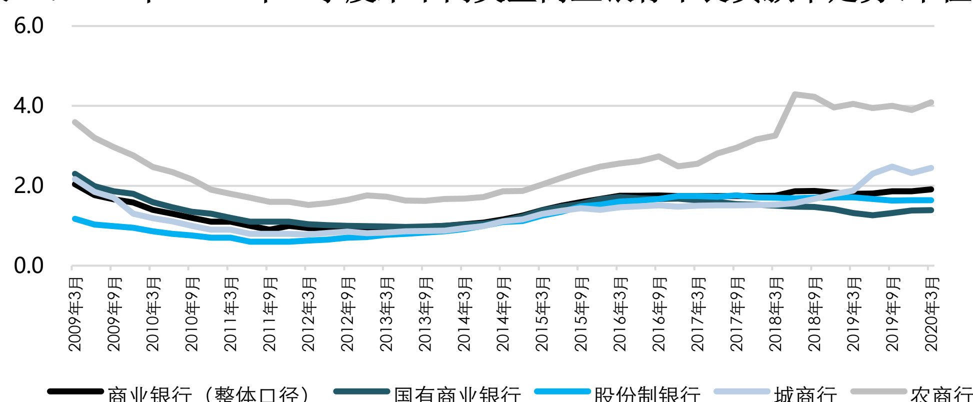
[20] 优先级覆盖倍数=封包日资产池未偿本息费余额/优先级资产支持证券本金。

好。特别的对于信用卡不良信贷资产，其具备极好的同质性和充足的历史数据，现金流可预测性较强且较为平滑，有利于缓解发起机构与投资人信息不对称，解决尽调难度大和成本高的难题，建立体系化的、标准化的定价机制。基于发起机构获益和市场效率提升两方面因素，预计零售类 NPLS 发行量将持续增长。

受银行不良资产的增长及 NPLS 试点范围的进一步扩大，NPLS 发展前景广阔

受新冠肺炎疫情影响，2020 年一季度，银行业整体不良贷款余额较年初增长 2609 亿元，不良贷款率为 2.04%，较年初上升 0.06 个百分点，其中住宿餐饮业、小微企业和个人消费贷款不良贷款率分别上升 0.14 个、0.12 个和 0.13 个百分点。随着全球经济增速放缓，外需下降压力增大，外贸企业经营及其相关贷款质量劣变概率加大，同时海外疫情对我国较为依赖海外供应的行业造成一定的冲击，相关产业的经营和违约风险上升。此外，由于疫情期间大部分银行对受疫情影响的企业采取了还本转期续贷、贷款展期、利息减免等阶段性扶持措施，疫情对于银行业不良资产的影响具有一定的“滞后性”，预计银行业不良率或将继续增长。

图表56：2009年-2020年一季度末不同类型商业银行不良贷款率走势（单位：%）



资料来源：Wind 资讯，东方金诚整理

考研资料：数学、英语、政治、管综、西综、法硕等（整合各大机构）
英语类：四六级万词班专四专八雅思等
财经类：初级会计、中级会计、注册会计、高级会计、税务师、会计实操、证券从业、基金从业、资产评估、初级审
公务员：国考、省考、事业单位、军队文职、三支一扶微信 2270291360
银行：银行招聘、笔试、面试

教师资格：小学、中学、教师招聘面试
建筑：一建、二建、消防、造价
法考：主观题、客观题
多平台网课：涵盖职场、办公技能、编程、文案写作、情感心理、穿搭技巧、理财投资健身减肥摄影技术等优质内容
精选资料：Excel 教程、PPT 模板、简历模板、PS 教程、PPT 教程、素描、烹饪、小语种、CAD 教程、PR 教程、UI 课程、自媒体、写作、计算机二级、钢琴、Python、书法、吉他、kindle 电子书、演讲.....持续更新中...
押题：提供考前冲刺押题（初级会计、中级会计、注册会计、一建、二建、教资、四六级、证券、基金、期货等等），麻麻再也不用担心我考不过了。
资料领取微信：1131084518
行业报告：20000 份+持续更新

英语四六级备考资料	计算机二级备考资料	150 所高校考研专业课资料
两小时搞定毛概马原思修近代史纲	高数(微积分)+线性代数+概率论	素描 0 基础入门教程
教师资格证全套备考资料	普通话考试资料礼包	书法教程微信 2270291360
大学生英语竞赛备考资料	大学生数学竞赛备考资料	1000 份各行业营销策划方案合集
挑战杯/创青春/互联网+竞赛资料	电子设计竞赛必备资料	街舞 0 基础入门教程
托福雅思备考资料	大学物理学科攻略合集	动漫自学教程
SCI 最全写作攻略	TEM4/TEM8 专四专八备考资料	教师资格证面试试讲万能模板
360 份精美简历模板	数学建模 0 基础从入门到精通	100 套快闪 PPT 模板
Vlog 制作最全攻略	超强 PR 模板	42 套卡通风 PPT 模板
PS 零基础教程微信 1131084518	PS 高级技能教程	63 套酷炫科技 PPT 模板
好用到极致的 PPT 素材	128 套中国风 PPT 模板	32 套 MBE 风格 PPT 模板
327 套水彩风 PPT 模板	295 套手绘风 PPT 模板	54 套毕业答辩专属 PPT
196 套日系和风 PPT 模板	82 套文艺清新 PPT 模板	57 套思维导图 PPT 模板
163 套学术答辩 PPT 模板	53 套北欧风 PPT 模板	34 套温暖治愈系 PPT 模板
118 套国潮风 PPT 模板	30 套仙系古风 PPT	126 套黑板风 PPT 模板
114 套星空风格 PPT 模板	192 套欧美商务风 PPT 模板	42 套绚丽晕染风 PPT
50 套精美 INS 风 PPT 模板	56 套水墨风 PPT 模板	137 套清爽夏日风 PPT 模板
98 套森系 PPT 模板	25 套简约通用 PPT 模板	记忆力训练教程
300 套教学说课 PPT 模板	123 套医学护理 PPT 模板	AE 动态模板微信 2270291360
毕业论文资料礼包	教师资格证重点笔记+易错题集	表情包制作教程
吉他自学教程（送 6000 谱）	钢琴自学教程（送 1000 谱）	区块链从入门到精通资料
2000 部 TED 演讲视频合集	Excel 从入门到精通自学教程	单片机教程
230 套可视化 Excel 模板	1000 款 PR 预设+音效	1000 份实习报告模板
手绘自学教程微信 1131084518	单反从入门到精通教程	人力资源管理师备考资料
英语口语自学攻略	粤语 0 基础从入门到精通教程	证券从业资格证备考资料
日语自学教程	韩语自学教程	PHP 从入门到精通教程
法语学习资料	西班牙语学习资料	炒股+投资理财从入门到精通教程
全国翻译专业资格考试备考资料	BEC 初级+中级+高级全套备考资料	大数据学习资料
SPSS 自学必备教程	Origin 自学必备教程	会计实操资料
LaTeX 全套教程+模板	EndNote 教程+模板	小提琴 0 基础入门自学教程
GRE 超全备考资料	200 份医学习题合集	司考备考资料

思维导图教程+素材	20000 份行业研究报告	一级造价工程师备考资料

上万 GB 教学资料（均全套,非杂乱）免费领取微信 1131084518

《闪电式百万富翁》实战版+升级版

易经+道德经+易学名师全集+风水学+算命学+起名+++等等（全套 1000 多 GB）

心理学+NLP 教练技术+精神分析+亲子家庭教育+催眠+++等等（更新超 2000GB）

大学-已更新至 9333 个课程+高中+初中+小学-全套资料（超过 2 万 GB）

陈安之	曾仕强	马云	杜云生	翟鸿燊	刘一秒	俞凌雄
王健林	余世维	雷军	周文强	安东尼罗宾	董明珠	李嘉诚
徐鹤宁	冯晓强	李践	刘克亚	罗伯特清崎	戴志强	李伟贤
苏引华	史玉柱	李强	俞敏洪	杰亚伯拉罕	周鸿祎	唐骏
梁凯恩	陈永亮	傅佩荣	贾长松	易发久	李彦宏	湖畔大学
李开复	聂枭	悟空道场	魏星	姬剑晶	其他名师全集	其他资料下载
王兴	王智华	智多星	陈文强	周导		微信 2270291360
泡妞	撩汉	泡仔	房中术	性福课	驻容术	泡妞撩汉性福合集

注：太多了，无法全部一一列出。。。

全套专题系列【微信 1131084518】

记忆力训练	形象礼仪	健康养生	企业管理	沟通技巧
演讲与口才	经理修炼	MBA 讲座	时间管理	战略经营
企业文化	销售心理	管理素质	国学讲座	执行力
团队管理	领导艺术	员工激励	潜能激发	谈判技巧
绩效管理	薪酬管理	43 份直销制度	电话销售	人力管理
客户服务	创业指南	市场营销	餐饮管理	保险讲座
品牌营销	酒店管理	汽车 4S 店	众筹资料	销售技巧

兴趣爱好：	钓鱼教程	魔术教学	炒股教学	美术教学	书法教学	
音乐乐器：	萨克斯教学	电子琴教学	小提琴	古筝教学	钢琴教学	
	吉他教学					
体育运动：	篮球教学	足球教学	羽毛球教学	乒乓球教学	太极拳教学	
	围棋教学	高尔夫球				
生活实用：	插花教学	茶艺-茶道	唱歌教学	单反相机摄影	毛线编织	
	小吃+美食					暗号：666
语言学习：	英语					免费领取资料微信
电脑 IT：	办公 office	PS 美工教学				1131084518

微信1131084518
撩汉liaohan.net
最好资源zuihaoziyuan.com



2019 年，监管机构启动第三轮不良资产证券化试点扩容，试点银行新增 20 余家。新增入围机构首次包含东方资管、信达资管、长城资管和华融资管四大资产管理公司（AMC），以重庆农商银行、广州农商银行等为代表的 6 家农商行，以及 1 家外资银行渣打银行。2020 年以来，大型商业银行和股份制银行不良贷款率控制良好，但城商行及农商行的不良贷款率仍处高位，农商行不良贷款率远高于其他类型银行，亟待市场化不良资产处置工具的普及。目前，已发行的 NPLS 发起机构仍为国有银行及股份制银行。随着第三轮 NPLS 试点范围进一步扩大，四大 AMC、农商行等新机构类型的引入，不良资产证券化市场仍有较大的发展潜力。